全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WARREN BUFFETT

股神巴菲特给股民的忠告

这些大道至简的投资忠告或许会

改变你的一生！

当他说话时，全世界都在倾听

所有人都在追寻他投资成功的秘密

凯恩 · 著





如果你在错误[redacted]没有用。

——[redacted]Warren Buffett）



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WARREN BUFFETT

股神巴菲特给股民的忠告

这些大道至简的投资忠告或许会
改变你的一生！

凯恩·著

如果你在错误的路上，奔跑也没有用。
——沃伦·巴菲特（Warren Buffett）

中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

股神巴菲特给股民的忠告/凯恩著
北京：中国经济出版社，2011.8
ISBN 978-7-5136-0811-4
Ⅰ.①股… Ⅱ.①凯… Ⅲ.①股票投资—经验 Ⅳ.①F830.91
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 122777 号

责任编辑 严 莉
责任审读 霍宏涛
责任印制 石星岳
封面设计 任燕飞设计室

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 三河市佳星印装有限公司
经 销 者 各地新华书店
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 16
字 数 242 千字
版 次 2011 年 8 月第 1 版
印 次 2011 年 8 月第 1 次
书 号 ISBN 978-7-5136-0811-4/F·8897
定 价 32.00 元

中国经济出版社 **网址** www.economyph.com **社址** 北京市西城区百万庄北街 3 号 **邮编** 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68319116）

版权所有 盗版必究（举报电话：010-68359418 010-68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010-68344225 88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

他一生最喜欢股灾；他有自己独立的思考原则；他靠着100美元起家，在45年的时间中创造了4300倍的投资收益神话，他因而也成为100年来华尔街最伟大的一个投资大师，他是纯粹靠投资成为巨富的。

当他说话时，全世界都在倾听，所有人都在追寻他投资成功的秘密；他的名字在华尔街屹立不倒。他就是沃伦·巴菲特。他身在瞬息万变的投资事业，经手无数复杂的人与事，却始终能保持自身坚定的理念和不变的处世与投资哲学，这一切都构成了他被誉为“股神”的原因。

巴菲特被美国人称为“除了父亲之外最值得尊敬的男人”。由于沃伦·巴菲特的骄人业绩，使得人们对他的投资动向趋之若鹜。很多时候，沃伦·巴菲特的一句话就能够决定一只股票的涨跌，远在大洋彼岸的巴菲特花340亿美元巨资收购美国第二大铁路营运商，竟然使得中国香港和内地的铁路概念股纷纷大涨。这就是巴菲特带来的“巴菲特效应”。因此，巴菲特被人们誉为“奥马哈的先知”。巴菲特一生蜗居于小城，却成就了投资传奇，被华尔街誉为“奥马哈的奇迹”。

投资大师彼得·林奇曾说：“沃伦·巴菲特是所有人中最为出色的投资者，同时也是大多数投资者的榜样。”

微软创始人比尔·盖茨曾说：“我是个巴菲特迷。”比尔·盖茨牢牢记住巴菲特的投资忠告：在最低价格时买进股票，然后就耐心等待。

巴菲特曾忠告股民：“如果你在错误的路上，奔跑也没有用。”“一生能够积累多少财富，不取决于你能够赚多少钱，而取决于你如何投资理财，钱找钱胜过人找钱，要懂得钱为你工作，而不是你为钱工作。”

沃伦·巴菲特投资理念的核心是价值投资和长期投资。“如果你不愿意拥有一家股票10年，那就不要考虑拥有它10分钟。”巴菲特的投资哲学历来被视为“投资圣经”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的投资诀窍是寻找股票市场遗落的大笔财富。同时他也遵循一条简单的原则，那就是找不到值得投资的地方就绝不投资。

巴菲特曾如此告诫道：投资如投人，选股如选妻，选择超级明星股是唯一的投资成功之道。一流业务，一流管理，一流业绩，三全齐美，才是巴菲特寻找的超级明星股。

巴菲特在买入价格上坚持留有一个安全边际。巴菲特说："如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。""好公司 + 便宜价格 = 买进"。

在中国股市逐渐从价格投机回归到价值投资的过程中，巴菲特这些大道至简的投资忠告或许会改变你的一生。同时，这也是一本彻底改变中国股民炒股、投资、理财观的财富增值之书！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录 CONTENTS

第一章　进行滚雪球式的长线投资

忠告1:投资决策要在能力圈范围内 / 003
忠告2:投资业务模式简单清晰的公司 / 007
忠告3:购买机会在等待中出现 / 009
忠告4:在别人恐惧时贪婪 / 013
忠告5:要进行滚雪球式的长线投资 / 016
忠告6:价值投资是聪明投资 / 019
延伸阅读:格雷厄姆的投资原则 / 022

第二章　选择有“护城河”的公司

忠告7:拥有特许经营权的公司 / 025
忠告8:要拥有令竞争对手望而生畏的竞争优势 / 028
忠告9:需要拥有好的商业模式 / 030
忠告10:优秀企业可经受挫折或损失的考验 / 033
忠告11:有一流管理的一流公司 / 035
延伸阅读:彼得·林奇的投资哲学 / 042

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　从有强赢利能力的稳定行业中选股

忠告 12：当企业价值远大于市场股价时买入 / 047
忠告 13：从利空消息中寻宝 / 052
忠告 14：从有强赢利能力的稳定行业中选股 / 054
延伸阅读：安东尼・波顿的选股秘诀 / 057

第四章　入市要有 50%的亏损准备

忠告 15：尽量避免风险，保住本金 / 061
忠告 16：合理利用市场先生的不理智 / 065
忠告 17：止损，从现在开始 / 067
忠告 18：财富的增长应该是逐步积累的 / 069
延伸阅读：衍生性金融商品就像是定时炸弹 / 071

第五章　价格低估最常见的起因是悲观主义

忠告 19：不要买入被高估的股票 / 077
忠告 20：不要试图抄底股市 / 080
忠告 21：不要盲目买入好公司的股票 / 085
忠告 22：理性对待高科技神话 / 087
延伸阅读：顶级大师帝纳波利的投资经验 / 089

第六章　内在价值模糊难辨却至关重要

忠告 23：价值评估既是艺术又是科学 / 093
忠告 24：投资应取决于企业绩效而非市场价格 / 097
忠告 25：真正的财富在年报里面 / 099
延伸阅读一：美国投资大师威廉・欧奈尔 / 103

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读二：股票内在价值的评估规则 / 107

第七章 在别人恐慌时贪婪

忠告 26：在市场恢复信心之前投资 / 113
忠告 27：股票是通货膨胀时期的最好选择 / 116
忠告 28：在资本市场非常惨淡时买入 / 118
忠告 29：最好的投资时机是优秀企业出现危机时 / 120
延伸阅读一：投资大师费雪谈买入时机 / 126
延伸阅读二：投资大师江恩二十四条常胜选股法 / 130

第八章 尽可能少地进行股票交易

忠告 30：烦躁而频繁地买卖是投资大忌 / 135
忠告 31：复利就像从山上往山下滚雪球 / 138
忠告 32：投资者应该好好守住看好的股票 / 140
忠告 33：把自己当成持股公司的老板 / 144
忠告 34：不要关心某一年的经营业绩 / 147
延伸阅读：格雷厄姆论投资理念 / 149

第九章 卖出股票的时机

忠告 35：当公司内部发生变化时卖出 / 153
忠告 36：当公司所处的行业发生变化时卖出 / 155
忠告 37：当市场出现大的泡沫时卖出 / 161
忠告 38：当股价透支合理价值时卖出 / 163
延伸阅读：欧奈尔——每个投资者都应掌握的卖出原则 / 166

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 “市场效率理论”并非有效

忠告 39：别指望预测股市 / 173
忠告 40：意外事件并不会影响你的投资 / 177
忠告 41：不要迷信技术分析 / 179
忠告 42：拒绝诱惑需与“市”隔绝 / 183
忠告 43：不盲目投资“烟蒂股” / 185
忠告 44：投资而不是投机 / 191
忠告 45：不要相信“市场效率理论” / 193
延伸阅读一：巴菲特近些年来所犯的错误 / 197
延伸阅读二：股市走势图分析不是一门科学 / 199

第十一章 耐心是种美德

忠告 46：不要让情绪左右你的理智 / 205
忠告 47：耐心是一种美德 / 207
忠告 48：成功来自独立的思考 / 211
忠告 49：重视投资股票前所做的调查 / 213
忠告 50：养成阅读的习惯 / 215
忠告 51：滑向冰球运动的方向 / 217
忠告 52：情商比智商更重要 / 220
延伸阅读：投资大师利弗莫尔——情绪控制 / 223

附录一：沃伦·巴菲特个人档案 / 227

附录二：巴菲特投资语录 / 231

参考文献 / 238

后记 / 245

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

进行滚雪球式的长线投资

我最喜欢持有一只股票的时间是:永远!

我不关心宏观的经济形势。在投资领域,你最希望做到的应该是搞清楚那些重要的,并且是可以搞懂的东西。对那些既不重要,又难以搞懂的东西,你忘了它们就对了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告1：投资决策要在能力圈范围内

每一个成功的投资者都把注意力集中在一小部分投资对象中，他们擅长这些，也只擅长这些。这并不是偶然的。投资大师发展自己的投资哲学的过程决定了他懂什么类型的投资。这确定了他的能力范围，只要不超出这个范围，他就拥有一种能让他的表现超出市场总体表现的竞争优势。对此，巴菲特告诫投资者，在选择投资对象时，要限制自己的范围，将其限定在自己的专长里，不要太贪婪。同时，巴菲特建议投资者，在做任何一项投资前都要仔细调研，自己没有了解透、想明白前不要仓促决策。

很多事情做起来都会有利可图，但是你必须坚持只做那些自己能力范围内的事情，我们没有任何办法击倒泰森。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

不同的人理解不同的行业。最重要的事情是知道你自己理解哪些行业，并且什么时候你的投资决策正好在你自己的能力圈内。

巴菲特认为大多数投资者对所投资企业的了解不透彻，自然不敢只投资一家企业而要做多元投资。但投资的公司一多，投资者对每家企业的了解就相对减少，充其量只能监测所投公司的业绩。因此，巴菲特奉行“投资少而精”的原则，从来只投资于自己真正熟悉的公司。对于那些财务状况、经营状况、管理人员的基本情况等都不了解、不熟悉的公司即便是被人说得天花乱坠，巴菲特也从不感兴趣，更不会去投资它，买它的股票。巴菲特常说：

投资必须坚持理性的原则，如果你不了解它，就不要行动。

所以人们看到他永远只买一些传统行业的股票，因为巴菲特认为高科技公司超出了自己的能力范围。资料显示，巴菲特的伯克希尔公司最主要的投资领域是保险业、糖果业、媒体业、非银行性金融等，其长期持有或曾长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期持有的8种股票——可口可乐、美国运通、富国银行、联邦住宅贷款抵押公司、迪斯尼公司、麦当劳、华盛顿邮报、吉列剃须刀，这些都是他十分熟悉的行业，也都是家喻户晓的全球著名企业，这些企业的基本面容易了解，易于把握。

巴菲特在幼年时曾经卖过报纸，对报纸及其所属的新闻领域比较熟悉，所以，他就投资于华盛顿邮报；他非常喜欢喝可口可乐，对可口可乐公司很了解，所以购买了大量可口可乐的股票。巴菲特曾这样调侃道：

1989年当我以每天五瓶樱桃可乐的爱用者身份，宣布买进价值10亿美元的可口可乐股票时，我曾形容这项举动其实只是将钱花在嘴巴上的最佳例证。

谈到对于吉列剃须刀的看法，巴菲特说他每晚都能安然入睡，因为隔天早上会有25亿的男性要刮胡子。这种投资于自己熟悉的公司股票的做法，使得他获得了巨大的成功。巴菲特最大的不同之处在于，他能够更好地抑制人性对暴利的欲望，遏制投机的冲动，运用“不熟不做”原则的事实就是如此简单。

巴菲特在佛罗里达大学的商学院发表演说时说道：

我不关心宏观的经济形势。在投资领域，你最希望做到的应该是搞清楚那些重要的，并且是可以搞懂的东西。对那些既不重要，又难以搞懂的东西，你忘了它们就对了。你所讲的，可能是重要的，但是难以弄清楚。了解可口可乐、Wrigley（美国一家营销口香糖的公司），或柯达，它们的生意是可以弄清楚的。当然你的研究最后是否重要还取决于公司的评估、当前的股价等因素。但是我们从未因对宏观经济的感觉来买或者不买任何一家公司的股票。我们根本就不读那些预估利率、企业利润的文章，因为那些预估真的是无关痛痒。1972年，我们买了喜斯糖果，那之后不久政府实施了价格管制，但那又怎么样呢，（如果我们因为价格管制的原因没有买）我们就错过了以2500万买下一个现如今税前利润6千万的生意！

我们不愿因为自身本就不精通的一些预估而错过买到好生意的机会。我们根本就不听或不读那些涉及宏观经济因素的预估。在通常的投资咨询会上，经济学家们会作出对宏观经济的描述，然后以那为基础展开咨询活动。在我们看来，那样做是毫无道理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * * * * * * * * * * * * * * *

在快速变化的产业中预测一个企业的长期经济前景，远远超出了我们的能力圈边界。如果有人声称拥有高科技产业中的公司经济前景预测技巧，我们既不会嫉妒也不会模仿他们。相反，我们只是固守于我们所能理解的行业。如果我们偏离这些行业，我们一定是不小心走神了，而绝不会是因为我们急躁不安而用幻想代替了理智。幸运的是，几乎可以百分之百地确定，伯克希尔公司总是有机会在我们已经画出的能力圈内做得很好。

对于投资原则，格雷厄姆表示："1913 年，我们没有人对以后 50 年世界应该做什么有任何模糊的想法。现在，我们似乎有更大的经济信心和更深的政治理解，但是没有更多将来的知识。是的，如果我们将注意力局限于美国人的投资经验，那么从上半个世纪发现的东西便可得到某些安慰。经过所有的证券投资的变迁和灾难，虽然它们像地震一样是不可预测的，但留给我们的信条是：正确的投资原则一般产生正确的结果。我们必须按照它们将还是如此的假设去做。"

世界上最优秀的基金经理彼得·林奇也和巴菲特一样，从来不会买入那些自己不了解其业务情况的、变化很快的、未来发展不稳定的公司股票。他坚持只投资于自己能够完全理解的传统稳定行业的公司股票。

对于近年来许多大幅上涨的高科技股，巴菲特亦坦承因为他无法多了解此产业，所以他"避开"科技股。此中原因是股市中拥有大量的科技公司，但谁也没把握哪几家公司最后会脱颖而出，与其涉入高风险的投资，不如"稳扎稳"地投资自己所熟悉的领域。

决定投资一个公司的股票，一定得在自己擅长的领域挑选股票，比如化工专业出身的人，最好选择化工类股票进行深入研究，而不是投资自己不熟悉的金融板块；对金融业熟悉的人最好选择银行、保险类公司，而不是投资医药类公司。国际金融大师索罗斯经常对量子基金的员工们说："投资风险往往来自于自己的无知。"由此可以看出，投资者在选择股票前，对其上市公司进行深入的分析和研究是降低风险的重要途径。在索罗斯多年的投资实践中可以看出，他之所以能够在混乱的市场局势中多次成功获利，主要是因为他在决定出击之前，已经做好了充足的准备工作。他认为，选择自己所熟悉的领域进行投资，最大的好处是能够保证投资者比较容易了解上市公司实际的经营状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对你的能力圈来说，最重要的不是能力圈的范围大小，而是你如何能够确定能力圈的边界所在。你知道，任何情况都不会驱使我作出在能力圈范围以外的投资决策。

巴菲特和索罗斯是通过思考以下问题划定他们的能力范围的：

我对什么感兴趣？

现在我了解什么？

我愿意去了解什么，学习什么？

巴菲特称，投资的精髓在于，不管你是看公司还是看股票，都要看企业的本身，看这个公司将来五年、十年的发展，看你对公司的业务了解多少，如果有1000只股票，对999只我都不知道，我只选那只我了解的。巴菲特表示：

选股的原则前面已经提到，就是你必须理性地投资。如果你不熟悉，就不要做它。我只做自己完全了解的事。以下是选股方法：第一步，在你了解的企业上画个圈，然后剔除那些价值、管理和应变能力达不到标准的企业。第二步，选定一个企业进行评估。不要随便采纳别人对企业的评估，要自己分析它。比如，你将怎样经营它？竞争对手是谁？客户是谁？走出门去并和他们交谈，分析你想投资的公司和其他公司相比，优势和弱点在哪里。如果你这样做了，你就可能比公司的管理层更了解这家企业。这一原则也适用于技术类股票。我相信比尔·盖茨也会用这些原则。他对技术的了解程度和我对可口可乐和吉列的了解程度差不多。

如果有人说他能估出交易所上市的所有股票的价值，他一定高估了自己的能力。但如果你集中精力去研究某些行业，你能学会许多和估价有关的东西。最重要的不是你的能力范围有多广，而是你的能力有多强。如果你知道你的能力界限在哪里，你就比那些能力范围比你大五倍而不清楚界限在哪里的人强多了。

巴菲特强调，不懂高科技一点都不会让自己感到沮丧，毕竟在这个世界上本来就有很多产业是自己自认没有什么特殊经验的，举例来说，因为对专利权评估、工厂制程与地区发展前景等就一窍不通，所以他从来不会想要在这些领域妄下评论。

如果说我们有什么能力，那就是我们深知要在具有竞争优势的范围内，把事情尽量做好，以及明了可能的极限在哪里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 2：投资业务模式简单清晰的公司

巴菲特同样认为：公司越简单，经营效率往往越高。“我们努力固守我们相信可以了解的公司，这意味着那些公司具有相对简单且稳定的特征。我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。寻找那些我们相信从现在开始的 10 年或者 20 年时间里实际上肯定拥有巨大竞争力的企业。”巴菲特认为，在选股时严格要求公司有着长期稳定的经营历史，这样才能够据此分析确信公司有着良好的发展前景，未来同样能够长期稳定经营，继续为股东创造更多的价值。巴菲特在 1993 年致股东的信中写道：

当然有许多产业，连查理（巴菲特的老搭档）或是我可能都无法判断到底我们在玩的是宠物玩具还是芭比娃娃，甚至在花了许多年时间努力地研究这些产业之后，我们还是无法解决这个问题，有时是因为我们本身智识上的缺陷，阻碍了我们对事情的了解，有时则是因为产业特性的关系，例如对于一家随时都必须面临快速变迁技术的公司来说，我们根本就无法对其长期的竞争力作出任何的评断，人类在 30 年前，是否就能预知现在电视制造或计算机产业的演进，当然不能，就算是大部分钻研于这方面领域的投资人与企业经理人也没有办法。那么为什么查理跟我觉得应该要有去预测其他产业快速变迁前景的能力呢？我们宁愿挑些简单一点的，一个人坐得舒舒服服就好了，为什么还要费事去挨稻草里的针呢？

1998 年的秋天，巴菲特在佛罗里达大学商学院发表演说时，一直在强调不熟不做的投资原则。

我只喜欢我看得懂的生意，这个标准将 90% 的企业排除在外了。你看我有太多的东西搞不懂吧，不过幸运的是总还有一些东西能够让我看懂。大部分的公司都是上市的，所以很多美国公司（股票）都可以买到，那就让我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们从大家都懂的事情开始讲,比如可乐(他举起了可口可乐的瓶子),我们都懂这个,每个人都懂,从1886年以来,它就没什么变化了。它很简单,但绝不是容易的生意。我可不想要那些对于它的竞争者来说很容易的生意,我想说,那绝不是我想要的。我想要的生意,外面必须有一个城墙、一条护城河,护卫着中间价值不菲的城堡。我还要一些负责任的、有能力的人来管理这座城堡。

……

我在寻找的就是这样的企业,这就是我想说的……所以我要找的生意就是简单、容易理解和经济上行得通的企业,再加上一个诚实能干的管理层。如此,我基本就能看清这个企业未来10年大的方向、大的前景。如果做不到这一点,我就不会投资。

巴菲特的投资成绩,在1999/2000年度一度落后于大市,当时由于股神表示不懂科网、不懂电脑软件的未来发展和不懂半导体是什么而拒绝买入高科技股。有人更以此认为股神已经落伍。结果随着互联网泡沫的爆破,再次证明股神是对的。其他投资者选择自己“无法理解”的科技股最终带来了灾难性后果。

巴菲特的投资哲学就是:你购买的不是股票,而是企业。也就是说,股票投资其实形同拥有企业的一部分,所以进行投资时必须重视企业的内在本质。巴菲特提醒投资者在作出投资之前需要考虑下面几个原则:(1)投资某只股票的前提是该公司的业务经营要容易理解,并不是说该公司的业务经营必须简单易懂,而是只要作为投资者的你能懂得它究竟做的是什么业务就可以。(2)股票投资的成功与否,与投资者对这家公司的业务经营内容是否真正“理解”有很大关系。(3)只有你懂得这家公司在做什么,才能对该公司的持续竞争优势进行合理分析,从而判断是否值得投资该股票以及应该在什么时候、以什么样的价格买入该股票。

逆向投资大师安东尼·波顿同样认为:“如果一家企业非常复杂,则很难看出它是否拥有可持续发展的动力。”

巴菲特在1993年致股东的信中写道:

我忍不住想要再引用1938年财富杂志的报道,“实在是很难再找到像可口可乐这样规模而且又能持续十年保持不变的产品内容”,如今又过了55个年头,可口可乐的产品线虽然变得更广泛,但令人印象深刻的是这句用以形容可口可乐的话还依旧适用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告3：购买机会在等待中出现

生活中有很多东西是不能被动地等待的，等待只是为了获得更多的主动，等待最好的时机需要最好的耐心。所谓不能被动地等待，就是说任何的等待都是有目的的。南美洲蟒蛇的身体实在太大了，所以它的行动速度不是很快。它为了捕食，唯一的办法只能是埋伏在丛林中间，等动物经过。通常是一天下来没有一个动物经过，两天下来没有一个动物经过，甚至一个礼拜下来都没有一个动物经过。但是它知道，只要在那儿等待，一定会有动物经过。最后终于有动物经过了，它就一跃而起，一口把动物咬住。因为它追不上动物，只有等动物走到它嘴边的时候才能跃起来。这个故事让很多人印象非常深刻。任何一个人对自己的机会、自己的未来，都需要等待，而等待一定要有方法。但是等机会到来的时候，一定要十分敏捷地去捕捉。从表面上看，大蟒蛇在那儿一动不动，完全是被动的，但实际上它每时每刻都很警觉，即使睡觉的时候都保持警戒，用身体感受着周围有没有动物走过。蟒蛇比任何动物都更加清楚等待的重要性。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司就像是一个体型巨大的蟒蛇，总会等到最佳的机会出现时，才会一跃而起。

巴菲特深知等待的意义。巴菲特是一个狂热的棒球迷，他非常喜欢美国著名棒球运动员、最伟大的击球手和外场手泰德·威廉姆斯，他发现威廉姆斯的击球原则和自己的投资原则一样：

我们今后仍然坚持运用我们发展到如今庞大规模的成功策略，并且毫不放松我们的投资选择标准。泰德·威廉姆斯在他的自传《我的生活故事》中解释了自己成功的原因："我的观点是，要成为一名优秀的击球手，你必须等到一个好球才去击打。"这是本书中的第一原则。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在发现我们喜欢的股票之前，我们会一直等待。我们有十足把握的情况下才会行动，这就是我们的投资风格。

1998年，巴菲特购买了1.29亿盎司白银，每盎司白银的价格是5美元。巴菲特为什么会做出这一举动呢？他解释说，他对白银市场已经关注了30年，而此时此刻白银的价格是650年来的最低点。一连关注30年这可是世界上没几个人能做到的。

巴菲特6岁外出度假时就从其爷爷的商店以批发价格买进可口可乐，再倒卖掉。1989年，巴菲特在致股东的信中回忆了这件事情，他写道：

我记得我是在1935年或1936年第一次喝到可口可乐的，不过可以确定的是，我从1936年开始以半打25分钱从巴菲特兄弟杂货店批货后，再以每罐5分钱卖给邻居街坊，作为我个人从事高毛利零售业的开端，我也深深观察到这项产品给消费者特殊的吸引力及背后所代表的庞大的商机。

在往后的52年内，当可口可乐席卷全世界的同时，我也持续地注意到这种特质，然而在同一段时间，由于我个人过于小心谨慎以至于竟然连一股可口可乐公司的股票都没有买，反而将大部分的个人资产投注在街车公司、纺织公司、煤炭公司与邮票公司之类的股票上（如果你认为这是我编造的笑话，我可以再告诉大家确实的公司名称），终于到了1988年的夏天，我的大脑与眼睛完成了联机动作。

一时之间，我的观感与眼界大开，在20世纪70年代一度委靡不振之后，可口可乐在1981年新任总裁古崔塔的带领下焕然一新，古崔塔加上唐·克亚夫（唐·克亚夫曾经是我在奥玛哈的对街邻居），经过思考并理清公司的政策后，切实地加以执行，使得本来就已是全世界最独一无二的产品又平添新动力，尤其是来自海外的营收更呈现爆炸性的增长。

利用其行销与财务方面的两把利刃，古崔塔将可口可乐产品的成长与股东的利益极大化，通常一家消费性商品的CEO，基于个人过去的经验与个性，会偏向公司的行销或财务任何一边，但是古崔塔却能够将两者调和到极致的境界，这样的结果实在是股东们前世修来的好福气。

当然，我们应该在古崔塔与唐开始接掌公司时，就早点买进该公司的股票。事实上，要是我有足够的远见，早在1936年我就应该说服我爷爷干脆卖掉杂货店，然后将钱全部用来买进可口可乐的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特幽默地说，不过坏事也可以变成好事，这至少可以让他得到这样一条教训：如果今后又发现了像可口可乐股票那样非常明显的、具有很大吸引力的投资机会，他的反应时间至少可以缩减到50年以内。

之前，巴菲特从事股票投资几十年，却从未投资过可口可乐的股票。为什么？因为可口可乐的股票价格超过了巴菲特测算的估值。一直等到1988年，可口可乐的股票大跌，巴菲特才一下投资近13亿美元，购买的可口可乐2300多万股股票，占可口可乐流通股的7%。这时他对这只股票已经关注了52年。

巴菲特用在关注这些股票方面的时间，常常会长达几年甚至几十年。他有足够的耐心等待目标股价格下跌，一直跌到他认为的安全区域以内。当没有人愿意投资时，他会大手笔地买入，甚至完全控股。

巴菲特感叹：

短暂的成功投资机会需要长期的耐心等待。

1987年8月到1987年10月道琼斯指数暴跌36%，这一次股市跌得快，反弹得也快。在1987年度致股东的信中，巴菲特回顾大跌：

对于伯克希尔公司来说，过去几年股票市场上实在没有发现什么投资机会。1987年10月，确实有几只股票跌到了让我们感兴趣的价位，不过还没有买到对组合具有影响意义的数量，它们就大幅反弹了。到1987年底，除了作为永久性的持股与短期套利的持股之外，我们没有其他任何大规模的股票投资(5000万美元以上)。不过你们可以放心，市场先生将来一定会提供投资机会，而且一旦机会来临，我们十分愿意也有能力好好把握住机会。

2000年3月到2002年10月道琼斯指数暴跌50%。事实上，巴菲特早在1999年的时候就预言这股科技网络泡沫必然破裂。尽管股市三年跌了一半，巴菲特却并不急于抄底，因为他想买的很多股票还不便宜。2002年度致股东的信中，巴菲特非常淡定地表示：

在股票投资方面，我们依旧没有什么动作，查理(巴菲特的老搭档)跟我对于伯克希尔目前主要的持股部位越来越感到满意，由于被投资公司的盈余逐渐增加，同时间其股价反而下滑，不过现在我们还是无意增加持股部位，虽然这些公司的前景都相当不错，但截至目前，我们还是不认为他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的股价有受到低估的可能。

我们认为，这种看法也适用于一般的股市，尽管股市连续3年下跌，相对大大增加了投资股票的吸引力，但我们还是很难找到真正能够引起我们兴趣的投资目标，这可谓是先前网络泡沫所遗留下来的后遗症，而很不幸的，狂欢之后所带来的宿醉截至目前仍然尚未完全消退。

查理跟我现在对于股票持退避三舍的态度，但这并非天生如此，事实上，我们非常喜欢投资股票，我是说如果可以以合理的价格进行的话，在我个人61年的投资生涯中有50个年头以上，都有这样的机会出现，我想以后也还会有相当多类似的机会，只不过，除非是我们发现至少可以获得税前10%报酬的概率相当高时(在扣除企业所得税后，净得6.5%～7%的报酬)，否则我们宁可在旁观望，虽然必须忍受短期闲置资金不到1%的税后报酬，但成功的投资本来就必须要有耐性。

2003年巴菲特终于开始出手，买入中石油。2005年大量买入，投入股市资金规模从2002年底的90亿美元猛增到160亿美元。

巴菲特的导师格雷厄姆表示："等待购买机会，直到价格明显很低，也属于投资的内容。这件事并不容易，因为市场具有不规则的大幅波动的特征；而且如果投资者试图在将来遵循它，结果将有错误计算的危险。因此，有关这一技巧的意见不是确定的，尽管它确实出现，但对普通智力的投资者我不能在财政和心理上证明他一定能成功(其实，大多数有关的时机准则，本质上都是低买高卖准则的折中运用，并被用来保证它的优点，而不必冒着完全'错过市场'的内在风险)。是否投资者应该试图低买高卖，或是否他应该满足于不管行情如何持有合理的证券——仅接受它们内在品质的周期性检验——是个人必须作出的几个选择之一。这里，投资者的性格和个人地位是决定因素。一个和市场相关的人，如果习惯根据经济前景形成判断并据此采取行动，那么对于一般的股票价格，他可能会形成类似的判断。这样的投资者极有可能受低买高卖技术的吸引。但是专业人员及富有的人，可能更容易从一年年的价格波动中清理他们的思想。对这群人更有吸引力的选择可能是，当资金允许时谨慎地购买，并注重几年的收入回报。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告4：在别人恐惧时贪婪

逆向投资最著名的描述就是股神巴菲特所说的“在别人恐惧的时候贪婪,在别人贪婪的时候恐惧”。1986年巴菲特在给股东的信中这样写道:

我们确知的是“贪婪”与“恐惧”这两种传染病在股市投资世界里会不断地传播,虽然发生的时点很难准确预测,但市场波动程度与状况一样不可捉摸,任何臆测终将徒劳无功,所以我们要做的事很简单,当众人都很贪婪时,尽量试着让自己觉得恐惧;反之,当众人感到恐惧时,尽量让自己贪心一点。

当我在写这段文章时,整个华尔街几乎嗅不到一丝的恐惧,反而到处充满了欢乐的气氛。没有理由不这样啊,有什么能够比在牛市中股东因股票大涨赚取比公司本身获利更多的报酬更高兴的事?只是我必须说,很不幸的是,股票的表现不可能永远超过公司本身的获利。

反倒是股票频繁的交易成本与投资管理费用,将使得投资人所获得的报酬不可避免地远低于其所投资公司的本身获利。牛市或许可以暂时模糊数学,但却不可能推翻它。

持有富国银行的股票是巴菲特投资的典型案例。富国银行长期以来一直享有良好的信誉,而且一直都是美国赢利最多、效率最高的银行之一,在起伏不定的银行业里,富国银行成为业绩稳定的典范。组合销售是富国银行的法宝,富国银行的普通零售客户通常会享受储蓄、信用卡、住房抵押贷款、汽车贷款等5种以上的金融服务,远远高于行业正常水平。

富国银行历史上是家优秀的加州地方性银行,但由于1989—1992年美国经济危机,使得加州经济持续衰落,而银行业是高周期性行业,富国银行也随之进入长达数年的低迷期。股价在1988—1989年大幅下跌了40%。富国银行陷入低迷时期也与其行业因素有关。1986年美国开始推进利率市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场化和银行业的跨区域扩张，银行间的竞争日益加剧。同时，加利福尼亚州等地的房地产泡沫开始出现，而在此之前，由于银行放松了对房地产信贷的风险控制，随着房地产泡沫的逐步破灭，投资者争相抛弃银行股。

一条简单的原则决定着我的买盘：在别人贪婪时，我恐惧；在别人恐惧时，我贪婪。

在市场一片看空声中巴菲特却逆市大举介入，1989年和1990年大量买入富国银行股票。1992—1993年富国银行因计提坏账业绩差点陷入亏损，巴菲特不为所动继续增持。巴菲特在1993年10月18日接受《福布斯》杂志采访时说：

我只是觉得富国银行是一家非常优秀的上市公司，拥有最好的管理模式，股票价格水平也比较合理。在这种情况下进行投资一般可以获得更好的回报。

同样，本着"在别人恐惧的时候贪婪"的原则的巴菲特，在"9·11"事件后，在美国楼市一片低迷的时候却开始投资房地产行业。

在2008年全球金融危机发生后，巴菲特认为，国际金融市场已陷入混乱，危机已经蔓延到整个经济领域，且有扩大趋势。巴菲特表示，无法预测股市的短期走势，但从长期来看，股市回暖、指数大涨可能先于经济复苏。如果你只想等听到知更鸟飞来报春，春天早就过去了。原因很简单：股市见底，总是先于经济见底。巴菲特甚至在1994年致股东的信中就曾表明了这样的观点：

对于坊间一般投资人与商业人士相当迷信的政治与经济的预测，我们仍将保持视而不见的态度，30年来，没有人能够正确地预测到越战会持续扩大、工资与价格管制、两次的石油危机、总统的辞职下台以及苏联的解体、道琼斯指数在一天之内大跌508点或者是国库券获利率在2.8%～17.4%之间巨幅波动。

不过令人惊讶的是，这些曾经轰动一时的重大事件却从未让本·格雷厄姆的投资哲学造成丝毫的损伤，也从没有让以合理的价格买进优良的企业看起来有任何的不妥，想象一下，若是我们因为这些莫名的恐惧而延迟或改变我们运用资金的态度，将会使我们付出多少的代价。事实上，我们通常都是利用某些历史事件发生、悲观气氛到达顶点时，找到最好的进场机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐惧虽然是盲从者的敌人，但却是基本面信徒的好朋友。在往后的30年间，一定还会有一连串令人震惊的事件发生，我们不会妄想要去预测它或是从中获利，如果我们还能够像过去那样找到优良的企业，那么长期而言，外在的意外对我们的影响实属有限。

2008年，就在人们越来越多地谈论巴菲特的“投资错误”时，巴菲特一方面拒绝了出手救助AIG、房利美、房地美，另一方面却毅然买入了高盛、富国银行、通用等公司。当市场弥漫着恐慌情绪时，巴菲特却总是非常冷静，坚定不移地按照自己的想法去做，逆市而上。那时高盛的股价仍在125美元以上。但不久风云突变，高盛股价一度跌至50多美元。后来巴菲特又先后投资箭牌和通用电气，结果股价都是大跌。而2009年以来，随着全球股市的大幅反弹，巴菲特当初的投资已得到丰厚的回报，让股神再次声誉鹊起。

在金融危机的余温下，巴菲特的投资旗舰伯克希尔·哈撒韦公司2011年2月14日披露的持股报告显示，2010年最后一个季度该公司清空了对包括美国银行在内的多家公司的持股。但与此同时，巴菲特继续追加对富国银行的投资，从3.36亿股增加1.8%至3.42亿股，继续坐稳富国银行第一大股东的宝座。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告5：要进行滚雪球式的长线投资

投资明星企业不可能今天投下钱明天就能获得利润，我们应该看远一点，3年之后，或5年、10年之后，你再回头看看当初，也许你会发现原来钱是那么轻易赚来的。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我最喜欢持有一只股票的时间是：永远！

巴菲特选股的态度和选择终身伴侣的态度完全相同。

在伯克希尔所有的投资活动中，最让我和查理（巴菲特的老搭档）兴奋的是买入一家由我们喜爱、相信且敬重的人管理的、具有非常出众的经济前景的卓越企业。这种买入机会难得一见，但我们始终在寻找。我们寻找投资对象的态度与寻找终身伴侣的态度完全相同：我们需要积极的行动、高昂的兴趣和开放的思维，但并不需要急于求成。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

投资很像选择心爱的人。你必须得苦思冥想，并且列出一份你梦中的她需要具备的优点的清单，然后慢慢寻觅。突然，碰到了你心中的那个她，于是你们就结合了。

巴菲特认为，只要公司管理层稳定、股东权益和资本预期收益令人满意，同时目前的公司股票价格并未被市场高估，就可以“无限期”地持有这些股票。

巴菲特主要从业务、管理、赢利能力、价值与价格比较四个方面寻找心目中的优绩股：

我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异，由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的大公司。这种目标公司并不能充分保证我们投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资赢利：我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的唯一机会。

如果你选股如选妻，那么你选股的态度就会很慎重；如果你选股时越仔细越认真地分析了解上市公司，那么犯下大错的可能性就越小，选到好公司、好股票的可能性就越大。因此巴菲特一再强调，选股如选妻，选择股票的态度就应该像选择人生伴侣那样慎重，慎重，再慎重。

巴菲特曾经长期持有美国运通公司。1963 年巴菲特发现了具有特许权价值的美国运通股票，在全国范围内，美国运通公司拥有旅行支票市场 80% 的份额，到 1963 年有 1000 万美国公民持有美国运通消费卡。巴菲特意识到，美国运通这个名字的特许权意味着独占市场的权利，它的价值是巨大的，没有任何东西可以动摇它的地位。巴菲特的这一投资很快就获得了回报。1967 年美国运通公司股票就狂涨到了 180 美元/股。此后几十年，巴菲特一直长期持有着美国运通公司 10% 的股份，成为美国运通公司的长期“忠实”受益人。

1983 年，巴菲特在致股东的信中写道：

你必须完全明了有一种查理跟我可能会损及绩效表现的态度，那就是：不论价格高低，我们绝不会出售伯克希尔所拥有的好公司，只要我们预期它们能够产生一些现金流入，而我们也对该公司的经营阶层、劳资关系感到安心。我们希望不要重复犯下资金配置错误，这种错误导致我们投入次级的产业，同时也不要接受那些号称只要投入大量资本支出便能改善获利状况的公司，接受这样的公司也会导致我们投入次级的产业。对这种公司预测通常很乐观，支持的人也很诚恳，但到最后，额外的重大投资得到的结果就好像是在流沙上挣扎一般，尽管如此，打牌似的管理行为(每轮都把最好的牌丢出)并非我们的行事风格，我们宁可整体的结果逊色一点也不愿意花大把银子处理它。

巴菲特表示最喜欢持有一只股票的时间是：永远。巴菲特说：

我们长期持有的行为表明了我们的观点：股票市场的作用是一个重新配置资源的中心，资金通过这个中心从频繁交易的投资者流向耐心持有的长期投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我们喜欢购买企业,我们不喜欢出售,我们希望与企业终生相伴。

需要说明的是,真正值得一生相守的朋友极少,真正值得一生相守的股票也极少,巴菲特一生只发现了3只。巴菲特在伯克希尔1986年年报中说:“我们可以公开声明,我们希望永久地保留我们的3种主要持股:大都会美国广播公司、(美国)政府雇员保险、华盛顿邮报公司。”后来他卖出大都会美国广播公司,换成可口可乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 6：价值投资是聪明投资

其他基金顾问可能会分为“长期投资”、“宏观投资”和“国际股票投资”，我们在伯克希尔·哈撒韦只有一种模式——聪明投资。

巴菲特在 2011 年致股东的信中如是说。在 20 世纪 70 年代早期，大多数机构投资者都认为，企业价值的多少在决定股票买入或卖出价格时毫无用途。现在这种观点看来简直令人难以置信。但是，当时的机构投资者中了名牌商学院的魔法，这些学院鼓吹一种新潮的投资理论：股票市场完全有效，因此计算企业价值在投资活动中毫无用途。对此，巴菲特说：

我们深受这些学术理论的恩惠。在智力竞赛中，无论是桥牌、国际象棋或是选股，遇上那些认为思考是在浪费精力的对手，还有什么会比这种对手让你更有优势的呢？

1984 年，巴菲特在哥伦比亚大学演讲时说道：

我确信股票市场中存在着许多无效的现象，这些“格雷厄姆与多德部落”（信奉价值投资的人）的投资人之所以成功，就在于他们利用市场无效性所产生的价格与价值之间的差异。在华尔街上，股价会受到羊群效应的巨大影响，当最情绪化、最贪婪的或最沮丧的人决定股价的高低时，所谓市场价格是理性的说法很难令人信服。事实上，市场价格经常是荒谬愚蠢的。

在价值投资中却恰恰相反。如果你以 60 美分买进 1 美元的纸币，其风险大于以 40 美分买进 1 美元的纸币，可是后者的预期报酬却更高。基于价值构造的投资组合，风险更小，预期报酬却高得多。

我举一个简单的例子：1973 年，华盛顿邮报公司总市值为 8000 万美元，那时任何一天你都可以将其资产卖给 10 位买家中的任何一位，而且价格不会低于 4 亿美元，甚至还会更高，该公司拥有华盛顿邮报、新闻周刊以及几家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场地位举足轻重的电视台，这些资产目前的市场价值高达20亿美元，因此，愿意支付4亿美元的买家并非疯狂之举。

现在股价如果继续下跌，公司市值从8000万美元跌到4000万美元，其Beta值也会相应地上升。对于用Beta值衡量风险的人来说，价格跌得越低，意味着风险变得越大。这真是仙境中的爱丽丝一般的人间神话，我永远无法了解为什么用4000万美元会比用8000万美元购买价值4亿美元的风险更高。事实上，如果你能够买进好几只价值被严重低估的股票，而且精通公司估值，那么以8000万美元买入价值4亿美元的资产，特别是分别以800万美元的价格买进10种价值4000万美元的资产，基本上是毫无风险的。因为你本人无法亲自管理4亿美元的资产，所以你希望并确信能够找到诚实并且能干的管理者共同来管理公司，这并非一件困难之事。

与此同时，你必须具有相应的知识，使你能够大致准确地评估企业的内在价值。你并不需要非常精确的评估数值，你所需要的就是格雷厄姆所说的价值大大超出价格所形成的安全边际。你不必试图以8000万美元的价格购买价值8300万美元的企业，你要让自己拥有一个很大的安全边际。当你建造桥梁时，你会确保这座桥能够承受3万磅的载重量，但你只准许载重1万磅的卡车通过。在投资中，你也应该遵循相同的安全边际原则。

巴菲特表示，在本·格雷厄姆写出《证券分析》一书时，价值投资策略就公之于众了。但是，如今巴菲特经过这么多年的实践后却发现，大众没有转向价值投资的任何趋势。巴菲特对此表示：

似乎人类有某种把本来简单的事情变得更加复杂的顽固本性。船舶将永远环绕地球航行，但相信地球平面理论的社会（the Flat Earth Society）仍旧繁荣昌盛。在股票市场中，价格与价值之间仍将继续保持着很大的差距。那些信奉格雷厄姆与多德价值投资策略的投资人仍将继续取得巨大的成功。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

公司的成长性说明不了什么问题。的确，成长性对价值常常产生积极的作用，其程度有时非常惊人，但这种影响很难确定。只有在合适的公司以有诱惑力的增值回报率进行投资的时候，成长性才能使投资者受益。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们通常的做法是：第一，我们努力固守那些我们相信能够了解的公司。第二，同样重要的是，我们强调在买入价格上留有安全的余地。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，我们就不会有兴趣。

价值投资理论从产生以来，一直就建立在证券市场的三个基本特征基础之上：(1)证券市场上的上市公司股票价格受一些影响深远而又变幻莫测的因素所支配，正是这些因素导致股票的市场价格在不断变动。(2)上市公司本身的内在价值却不同于其证券市场价格的起伏不定，而是相对稳定的。股票的市场价格在短期可能会偏离公司的内在价值，但是从长期来看，市场价格会逐渐向内在价值回归。(3)如果在上市公司股票的市场价格低于其内在价值时进行购买，肯定可以获得稳定的回报，而内在价值与市场价格之间的差距就是“安全边际”。

证券市场的三个基本特征指出了价值投资理论最重要的两个概念：内在价值(Intrinsic Value)与安全边际(Margin of Safety)。价值投资理论的核心就是对上市公司内在价值的评估。所谓内在价值，就是上市公司的资产、收益、股利、未来前景以及管理状况等因素所决定的股票价值，是未来上市公司所拥有所有现金流的折现值。巴菲特表示：

价格是你将付出的，价值是你将得到的。在决定购买股票时，内在价值是一个重要的概念。没有公式能用来计算内在价值。你必须了解你要买的股票背后的企业。给企业估价既是一门艺术，也是一门科学。你没有必要等到最低价才去买，只要低于你所认定的价值就可以了。如果能以低于价值的价格买进，而且管理层是诚实可靠有能力的，你肯定会赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读：格雷厄姆的投资原则

1. 价值投资

根据公司的内在价值进行投资，而不是根据市场的波动来进行投资。股票代表的是公司的部分所有权，而不应该是日常价格变动的证明。股市从短期来看是“投票机”，从长期来看则是“称重机”。

2. 买进安全边际较高的股票

投资者应该在他愿意付出的价格和他估计出的股票价值之间保持一个差价：一个较大的差价。这个差价被称为安全边际，安全边际越大，投资的风险越低，预期收益越大。

3. 分散投资

投资组合应该采取多元化原则。投资者通常应该建立一个广泛的投资组合，把他的投资分布在各个行业的多家公司中，其中包括投资国债，从而减少风险。

4. 利用平均成本法进行有规律的投资

投资固定数额的现金，并保持有规律的投资间隔，即平均成本法。这样，当价格较低时，投资者可以买进较多的股票和基金；当价格较高时，就少买一些。暂时的价格下跌提供了获利空间，最终卖掉股票时所得会高于平均成本；也包括定期的分红再投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

选择有“护城河”的公司

如果原则会变得过时,那么它们根本就不是原则。

寻找超级明星公司的投资方法给我们提供了走向真正成功的唯一机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 7：拥有特许经营权的公司

美丽的城堡，周围是一圈又深又险的护城河，里面住着一位诚实而高贵的首领。最好有个神灵守护着这个城池，护城河就像一个强大的威慑，使得敌人不敢进攻。首领不断地创造财富，但不独占它。

1993 年巴菲特在致股东信中首次提出了“护城河”概念，他这样写道：

最近几年可口可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额实际上还在增加。他们的品牌威力、他们的产品特性以及销售实力，赋予他们一种巨大的竞争优势，在他们的经济堡垒周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司在没有这样的保护之下奋战，就像彼得·林奇(被誉为“世界上最伟大的基金经理”)说的那样，销售相似商品的公司的股票，应当贴上这样一条标签：“竞争有害健康。”

巴菲特认为，如果一个公司的投资回报率可以持续高于投资成本，那么这个公司就被认为拥有“护城河”。在竞争对手侵蚀公司的优势之前，投资回报率能够高于投资成本的时间越长，这个公司的“护城河”就越宽。在其他指标相同的情况下，“护城河”越宽，公司的投资价值就越大。

在 2000 年的股东大会上，巴菲特解释道：

我们根据“护城河”、它加宽的能力以及不可攻击性作为判断一家伟大企业的主要标准。而且我们告诉企业的管理层，我们希望企业的“护城河”每年都能不断加宽。这并不是非要企业的利润要一年比一年多，因为有时做不到。然而，如果企业的“护城河”每年不断地加宽，这家企业会经营得很好。

最好的“护城河”在消费者的脑海里不可替代。就像 20 世纪 90 年代的西南航空，它深植于公司文化和每一个员工身上，即使每个人都多少知道西南航空是做什么的，却没有任何人能复制。如果你的竞争者知道你的秘密

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却不能复制,那就是一种结构性的优势,就是一条“护城河”。

1995 年 5 月 1 日,在伯克希尔的年度会议上,巴菲特对“护城河”的概念做了仔细的描述:

奇妙的,由很深、很危险的护城河环绕的城堡。城堡的主人是一个诚实而高雅的人。城堡最主要的力量源泉是主人天才的大脑;护城河永久地充当着那些试图袭击城堡的敌人的障碍;城堡内的主人制造黄金,但并不都据为己有。粗略地转译一下就是,我们喜欢的是那些具有控制地位的大公司,这些公司的特许权很难被复制,具有极大或者说永久的持续运作能力。

特许经营的公司是巴菲特所说的拥有“护城河”公司的典型代表。巴菲特把经济划分为有特许经营权的小团体和普通企业组成的大团体。有特许经营权的公司有很大的定价的灵活性,它可以给投资者带来超乎寻常的回报。特许经营的另一个明显特征是由于拥有大量的商誉,可以有效地抵御通货膨胀的侵蚀。

具有经营特许权公司的特点

如何衡量某只股票是不是具有经营特许权呢?巴菲特说:

有特许经营权的企业能够积极地为产品和服务制定价格,也就是说,企业提高产品和服务的价格后,市场份额不会受到多大影响;能够赚取更高的资本报酬率;公司管理层能力不够,虽然会降低业绩回报,可是却不至于造成对企业的致命伤害。

1991 年,巴菲特在致股东的信中写出了判断一家企业是不是具有经营特许权的具体标准。

一项经济特许权的形成,来自于具有以下特征的一种产品或服务:

1. 它是顾客需要或者希望得到的;
2. 被顾客认定为找不到很类似的替代品;
3. 不受价格上的管制。

以上三个特点的存在,将会体现为一个公司能够对所提供的产品与服务进行主动提价,从而赚取更高的资本报酬率。

巴菲特认为,每当股市暴跌时,投资者更容易发现过去曾经错失的投资良机。每当这时候,特别需要优先考虑投资那些具有特许经营权的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多股票是介于具备特许经营权和不具备特许经营权两者之间的，即有一点特许经营权，但不一定很明显。既然这样，就需要投资者用自己的眼光去加以鉴别，认真衡量它对内在价值的影响力的大小。

比如，可口可乐公司。可口可乐公司于20世纪早期尝试性地向一些地方性企业授予装瓶和销售经营权，逐渐建立一个全国性的生产销售网络。第二次世界大战后通过向全球各地区扩大生产和销售，建立起操作规范和内涵丰富的特许经营网络，使可口可乐系列品牌在当地茁壮成长，取得品牌的飞速发展和扩张。

具有特许经营权的公司其产品大众化

此外，与可口可乐相似的具有特许经营权的公司，如吉列剃须刀、华盛顿邮报等，他们还有一个共同的特点，那就是其产品大众化，普通人一般都消费得起，品牌效应显著。

巴菲特用吉列作为例子来说明这一点：

每年全球大约消耗200亿~210亿片剃须刀片，其中30%都是吉列生产的，但从价值上看，吉列占到60%。吉列在一些国家——斯堪的纳维亚半岛和墨西哥的市场占有率高达90%。如今，只要提到剃须，你脑海里浮现的必然是这家公司：一家一直“致力于研发更好的剃须刀，创新分销力量，同时在消费者心目中占有一定地位的公司……”你知道，剃须是你每天要做的事情——也是我希望你每天要做的事情——如果你每年在刀片上仅花20美元的话，你会得到可怕的剃须体验。如今人们不倾向于改变他们所熟悉的一切，包括吉列的刀片。你只要想到在你睡觉时全球有大约25亿男性的胡须在生长，你就能安然入睡。我想吉列的所有员工都不会有睡眠问题。

但是这样的公司非常少也非常难找，巴菲特和他的搭档查理寻觅了数十年之久，也只发现了少数几家能够持续保持竞争优势的特许权企业，比如可口可乐、吉列、宝洁等。

长期的持续竞争优势是任何一个企业经营的核心，寻找具备这种优势的企业，是任何一个长期投资者投资中的核心。我们的经济命运，取决于我们所持有的公司的经济命运，具备特许经营权的企业，其所创造的财富和长期经济命运，要远远优于那些一般企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告8：要拥有令竞争对手望而生畏的竞争优势

2007年巴菲特指出，真正的持续竞争优势只有两种，即成本优势和品牌优势：

企业要想取得持久的成功，至关重要的是要拥有令竞争对手望而生畏的竞争优势，要么是像保险和好市多超市那样保持低成本，要么是像可口可乐、吉列和美国运通公司那样拥有强大的全球性品牌。这种令人望而生畏的高门槛对企业获得持续成功至关重要。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我关注公司的长期竞争优势，只有这是可以持续的。我必须了解他们销售什么，人们为什么购买他们的产品，以及人们为什么还购买其他企业的产品。

值得巴菲特投资25年甚至永远的公司，必须是竞争优势能够持续25年甚至30年的超级明星股，巴菲特称其为伟大的公司：

伟大的公司定义是：未来25年或30年仍然能够保持其伟大地位的公司。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我花了很多时间去研究沃尔特·迪斯尼公司。我最喜欢的公司是这样的：美丽的城堡，周围是一条又深又险的护城河，里面住着一位诚实而高贵的首领。护城河就像一个强大的威慑，使得敌人不敢进攻。首领不断创造财富，但不独占它。换句话说，我们喜欢那种具有市场统治地位、别人难以模仿、耐久可靠的大公司。你的企业要有一定的保护能力，使得对手难以进入并以低价与你竞争。

巴菲特的导师格雷厄姆在其著作《证券分析》一书中写道："成熟证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(注:股票是证券的一种)和不成熟证券之间可能最为重要的区别在于:它们的规模、知名度大不相同。规模大的公司通常历史也更长,公众对其高级证券比较熟悉。这样,大多数不成熟的债券和优先股都是那些不那么重要的公司的证券。对于高级证券,占据主导性的规模可能是最让人满意的一项特性。这方面,不成熟证券必须为这并非微不足道的劣势付出代价。不成熟工业证券很少能达到投资性等级,不成熟工业证券可能几乎不值得投资,这是一个合乎逻辑的实际结论。因此购买这些证券时只能出于投机心理。这就要求其市场价格必须足够低。”巴菲特表示:

对于投资来说,关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大,或者这个产业将会增长多少,而是要确定所选择的任何一家企业的竞争优势,而且更重要的是确定这种优势的持续性。那些所提供的产品或服务具有很强竞争优势的企业能为投资者带来满意的回报。

那些令竞争对手望而生畏的竞争优势会产生出更大的利润。巴菲特表示:

利润和未来利润的前景决定了股票的价值。我们喜欢那种资本投入能产生高收益的并且很可能持续产生高收益的股票。我们买入可口可乐公司的股票时,它的市盈率大约是23倍。用我们的买入价和现在的收益比,市盈率只有5倍了。

巴菲特非常看重企业商誉的价值,他认为这也是一个公司令竞争对手望而生畏的竞争优势。巴菲特表示:

商誉就像企业之城的“护城河”。可口可乐拥有世界上最大的商誉价值。如果你送给我1000亿美元,让我打败可口可乐在软饮料市场的霸主地位,我会还给你,并告诉你这是不可能的。除了商誉价值外,一个好企业还应具有价格的灵活性和调价能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告9：需要拥有好的商业模式

对于巴菲特来说，拥有“护城河”的企业种类不只是特许权企业或者说是消费垄断型企业。一个企业拥有好的商业模式也相当于拥有“护城河”。

伯灵顿铁路

2011年4月，巴菲特在接受南京大学商学院学生的提问时说道：

我们有很多种类的生意，也有不同类型的“护城河”。

美国西部只有两条大的铁路，在密西西比河以西，只有两条大的铁路，没有人还会再去建新的大型铁路了，现在可能还会建高速的客运铁路，但是运货的铁路没有了。我们支付了430亿美元来购买伯灵顿铁路公司，联邦政府和加州也在讨论建一条800英里的高速客运铁路，大约也要花430亿美元。我们有22000英里轨道，6000个火车头，还有35座桥。没有人能够出得起钱来重建这些铁路。假设在平地是每英里250万美元的建设成本，在阶梯地形则是每英里500万美元的建设成本，估算的总造价远远超过430亿美元（假设按照每英里300万美元计算，也要投资660亿美元）。

我们主要和联合太平洋铁路运营公司以及卡车竞争。我们的竞争优势很强，因为和卡车比，铁路运越重的东西和越远距离的，就越有优势。我们的优势也越来越明显，因为我们可以用1加仑柴油运1吨的货物到5英里的距离，而卡车做同样的工作，需要耗3倍的油。油价上升对于我们更加有利。高速公路拥堵也对于铁路有好处。

我们和联合太平洋的收费比卡车的收费贵。有时候，卡车会更快送达，所以这对我们的竞争优势有一定的限制，但是我们的“护城河”还是很强大的。

我们在不同生意上有不同程度的“护城河”，你可能还要问在母公司这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一层的“护城河”是什么。我们有一个非集权子公司独立运营的结构，一个其他大部分产业公司都不能提供的运营环境。有些企业家想出售生意，但是还想继续负责运营，所以他不想任何人干涉他的运营，但是他希望有一个总部来负责所有的财务、法律和公共关系。但是他们不希望总部有个人告诉他说，下一周应该销售什么商品。我们基本上在这个领域是独一无二的企业，但不是所有的人都喜欢我们这个做法，但我们是唯一以这个模式运营的企业，所以我们有单个的“护城河”，也有总体的“护城河”，我们的工作就是每天不断地把这个“护城河”加宽。因为每天“护城河”不是在变宽就是在变窄。我也有一些生意，它们的“护城河”在变窄，或者根本就没有“护城河”，这时我告诉管理人员要把鳄鱼和鲨鱼都扔到护城河中，好在这种情况并不是很多。①

水牛城新闻

巴菲特认为水牛城新闻报纸同样拥有很好的商业模式。1987 年，巴菲特在致股东的信中写道：

在全美相同（甚至更大）规模的报纸中，水牛城新闻有两个特点，第一是它在平时与假日的普及率最高（订户数在该地区家户数的比率），第二是新闻比率最高（新闻版面占总版面的比率）。事实上，一份报纸能够同时拥有这两项特色绝对不是巧合，因为新闻内容越丰富，也就越能吸引更广泛的读者，从而提高普及率。当然除了量之外，新闻品质也很重要，这不但代表要有好的报道与编辑，也代表要有实时性与关联性，为了让报纸成为读者们不可或缺的东西，它必须能够马上告诉读者许多他们想要知道的事情，而不是等读者们都已知道后报纸才刊登出来。以水牛城新闻来说，其平均每 24 小时出 7 个版本，每次内容都会更新，举一个简单的例子就足以让人感到惊奇，光是每天的讣文就会更新 7 次，也就是说每则新增的讣文会在报纸上连续刊登 7 个版。当然一份新闻也必须要有深度的全国与国际性新闻，但一份地区性的报纸也必须及时并广泛地报道社区动态，要把这点做好除了必须要有足够的空间，还需要加以有效地运用。

---

① 巴菲特零距离传授投资真经．中国证券报，2011－04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富国银行

富国银行拥有行业中更好的赢利模式、客户基础和成本优势。据报道富国银行的存款份额在美国17个州都名列前茅，是美国唯一一家被穆迪评级机构评为AAA级别的银行。它致力于为客户提供创新的、良好的金融服务，拥有全美第一的网上银行服务体系。

2008年，巴菲特在接受《财富》总编的采访时，谈到了富国银行的独特之处：

很难想象像富国银行这样一家大型企业还可以保持其独特之处，人们会认为当富国银行增长到一定的规模时，就会变得和其他银行一样。然而，富国银行按照自己的方式行事，尽管这并不意味着他们所做的一切都是正确的。他们从没有因为其他银行都在做某件事就觉得自己也应该跟风，往往就是大家在说“别人都在做，我们为什么不做呢”时，银行开始陷入困境。

……

大约在20年前（没有哪一家大型银行可以靠现行的模式存活下来），他们就说过同样的话。其实，只要不做蠢事，银行业是一个很好的行业。银行业能以极低的成本得到资金，无须去做蠢事（就能赚钱）。然而，银行业周期性地做蠢事，且一窝蜂地做蠢事，如20世纪80年代的国际贷款。

巴菲特看好富国银行更低的资金成本：

你不需要像火箭科学家那样聪明，就可以使银行的资金成本低1.5%左右。我了解富国银行就有一个好的经营模式，与其他银行相比，做得更接近于正确的方式，因此利润率更高一些。因为富国银行的资金成本要比其他大型银行低。就像我们下属的（美国）政府雇员保险比其他大型汽车保险公司成本更低一些，如果你是一个低成本生产者，不管是生产铜还是银行产品，你的优势都会是巨大的。另外，富国银行在资产管理上做得很聪明。他们避开了大多数有大麻烦的领域。当然，富国银行无疑也将会遭受损失，损失可能会超过正常水平。如果他们的资金成本不是比同行低1%的话，亏损将会有上百亿的不同。[①]

---

① 刘建位．巴菲特为什么增持富国银行．第一财经日报，2009－06

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告10：优秀企业可经受挫折或损失的考验

在1997年威斯克公司年度大会上，巴菲特的老搭档查理·芒格说：“一个优秀企业的卓越之处，就在于它能够经受得起某种挫折或损失的考验……如果它经受不住这种考验，它就不是一个值得挖掘的金矿。”

一个优秀企业的卓越之处，就在于它能够经受某种挫折或损失的考验。

典型的案例就是1965年巴菲特投资美国运通公司，当时运通公司由于欺诈丑闻股价大跌，在市场纷纷恐慌抛售的时候，巴菲特却认为运通公司是一家有特许经营权的企业，它的结算信用卡以及旅行支票这两块核心业务顺利运转，只是临时性的基本面变化。所以巴菲特仍然坚定地继续持有。

再比如，20世纪70年代，可口可乐公司在当时的董事长保罗·奥斯丁领导下，进行了一系列不合理的投资和管理行为。从1974年到1980年，可口可乐公司股票市值的年平均增长率只有5.6%，大大低于标准普尔500指数的平均增长速度。可是正因为可口可乐公司拥有的核心竞争力，所以同类企业无法与它竞争，才使得它躲过一劫。

你应该选择投资一些连笨蛋都会经营的企业，因为总有一天这些企业会落入笨蛋的手中。

而这类公司通常是一些拥有特许事业的公司。巴菲特表示：

特许事业比较能够容忍不当的管理，无能的经理人虽然会降低特许事业的获利能力，但是并不会造成致命的伤害。相对的，一般事业想要获至高报酬就只有靠着节省成本或是当其所提供的产品或服务供需不均之时，但是这种供给不足的情况通常维持不了多久，倒是透过优良的管理，一家公司却可以长期维持低成本的营运，但即使是如此，还是会面临竞争对手持续不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断的攻击,而不像特许事业,一般事业更有可能因为管理不善而倒闭。

巴菲特认为,当一家企业没有特许经营权的时候,对管理者的要求便凸显出来。因为一个平庸的管理者经营一家有特权的公司也可以取得不错的业绩,但对于一家没有特权的公司这是不可能的。

优先考虑投资具有特许经营权的股票,是因为它们的运营风险较小,一般不会因为管理不善而倒闭。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

借由特定的产品或服务,一家公司可以成为特许的行业……从而赚取更高的资本报酬率。更重要的是,特许企业比较能够容忍不当的管理,无能的经理人虽然会降低特许企业的获利能力,但是并不会造成致命的伤害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 11：有一流管理的一流公司

现在我们买入公司或股票时，不但会坚持寻找一流的公司，同时我们坚持这些一流的公司还要有一流的管理。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

我总把自己想象成拥有整个公司。如果管理层也这样想，并依此制定政策，这便是我喜欢的管理层。

巴菲特是受到一定挫折之后，才开始重视所投资公司管理层的重要性。1989 年，巴菲特在致股东的信中写道：

我最意外的发现是企业中有一种看不到的巨大影响力，我们称之为“系统规范”。在学校时没有人告诉我这种规范的存在，而我也不是一开始进入商业世界就知道有这回事，我以为任何正当、聪明、有经验的经理人都会很自动地作这样的决策，但慢慢地我发现完全就不是这么一回事，相反的，理性的态度在系统规范的影响下都会慢慢地变质。

举例来说：

1. 就好像是受牛顿第一运动定律所规范，任何一个组织机构都会抵抗对现有方向作任何的改变。

2. 就像人们会用工作来填满所有的时间，企业的计划或购并案永远有足够的理由将资金耗尽。

3. 任何一个崇拜领导者的组织，不管有多离谱，他的追随者永远可以找到可以支持其理论的投资评估分析报告。

4. 同业的举动，不管是做扩张、购并或是确定经理人待遇等都会在无意间彼此模仿。是组织的动力而非腐败或愚蠢，误导他们走上这些路子，也因为我忽略了这种规律的力量，使我为这些所犯的错误付出高昂的代价之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我再试图组织管理伯克希尔时尽量让这种规律降低其影响程度，同时查理（巴菲特的老搭档）跟我也试着将我们的投资集中在对于这种问题有相当警觉的公司之上。

在犯下其他几个错误之后，我试着尽量只与我们所欣赏、喜爱与信任的人往来，就像是我之前曾提到的，这种原则本身不会保证你一定成功，二流的纺织工厂或是百货公司不会只因为管理人员是那种你会想把女儿嫁给他的人就会成功的，公司的老板或是投资人却可以因为与那些真正具有商业头脑的人打交道而获益良多。相反地我们不会希望跟那些不令人尊敬的人为伍，不管他的公司有多吸引人都一样，我们永远不会靠着与坏人打交道而成功。

巴菲特非常看重经理人的作用，1986 年他在致股东的信中写道：

查理·芒格跟我平时主要只有两项工作，一个是吸引并维系优秀的经理人来经营我们的各种事业，这项工作并不太难，通常在我们买下一家企业时，其本来的经理人便早已在各种产业展现他们的才华，我们只要确定没有妨碍到他们即可，这点非常重要，如果我的工作是组织一支职业高尔夫球队，若尼克劳斯或阿诺帕玛愿意替我效力，我实在不必太费心去教他们如何挥杆。

其实我们一些经理人自己本身已经相当富有（当然我们希望所有的经理人都如此），但这一点都不影响他们继续为公司效力，他们之所以工作是因为乐在其中并散发出干劲，毫无疑问地他们皆站在老板的角度看事情，这是我们对这些经理人最高的恭维，而且你会为他们经营事业各方面的成就所着迷。

这种职业病的典型，就像是一位天主教的裁缝省吃俭用了好几年，好不容易存了一笔钱到梵蒂冈朝圣，当他回来后，教友们特地集会争相想要了解他对教宗的第一手描述，“赶快告诉我们，教宗到底是个怎么样的人?”只见这位裁逢师淡淡地说：“四十四腰，中等身材。”

查理跟我都知道，只要找到好球员，任何球队经理人都可以做得不错，就像是奥美广告创办人大卫·奥美曾说：“若我们雇用比我们矮小的人，那么我们会变成一群侏儒，相反地若我们能找到一群比我们更高大的人，我们就是一群巨人。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开支节俭

不爱投资银行的巴菲特偏偏很爱富国银行，理由就是富国银行的管理层管治有方，不做自己不懂的事情，凭常识办事，赚钱稳健花钱节约。

1990 年巴菲特在给股东的信中写道：

银行业并不是我们的最爱，因为这个行业的特性是资产约为股权的 20 倍，这代表只要资产发生一点问题就有可能把股东权益亏光，而大银行出问题偏偏早已变成是常态而非特例。

巴菲特喜欢那些能保证自己的企业开支节俭的管理者。巴菲特表示：

每当我听说又有一个公司进行成本削减计划时，就知道这又是一个不了解什么是成本的公司了。短期突击解决不了问题。真正优秀的经理不会在某个早晨醒过来以后说：“今天我要削减成本。”对一个绩优公司的老板来说，节俭要从自身做起。

巴菲特也是这样要求自己的。“那年年初，带着学生去美国拜访巴菲特。老人家 80 岁了，已是全球第二富的人了，但每天仍然非常勤奋地工作。他有一个很小的办公室，我进去的时候没有感到非常吃惊，因为那个小办公室媒体报道得太多，而巴菲特几十年如一日地在那个小办公室里办公，里面没有任何豪华的摆设，桌面铺满了研究报告……”这是中欧商学院经济学教授许小年在博客上写下的一段文字。他更感慨一个世界第二富的人，在生活上是如此简朴，甚至还用着一个残破的钱包。

认真地说，控制成本开支绝对重要，举例来说很多共同基金每年的营业费用大多在 2% 上下，这等于间接剥削了投资人将近 10% 的投资报酬，虽然查理跟我不敢向各位保证我们的投资绩效，但我们却可以向各位打包票，伯克希尔所赚的每一分钱一定会分文不差地落入股东的口袋里，我们是来帮各位赚钱，而不是帮各位花钱的。

当巴菲特和查理·芒格正购入富国银行的股票时，他们听说了这样一件事：这家银行的董事长卡尔·雷查德（Carl Reichardt）曾让一名想在自己的办公室放一棵圣诞树的执行官用自己的钱而不是银行的钱买这棵圣诞树。“我们得知这件事后买了更多的富国银行股票。”芒格在伯克希尔 1991 年年会上对股东们说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2009年举行的伯克希尔股东大会上，巴菲特表示：

即便受到金融危机的冲击，但是富国银行在未来数年内仍然将实现稳定的增长。

巴菲特表示，富国银行实力强劲，这将有利于这家美国第四大银行吸引客户及存款，富国银行股价于2009年3月5日跌至7.8美元，巴菲特正是在这一价位上增持了富国银行股票。巴菲特对股东表示：

如果情况允许，我会购买美国合众银行和富国银行全部股份。

另外，巴菲特也认为，尽管富国银行的股价已经下跌到每股9美元以下，并且在3月5日跌至每股7.8美元的最低点，但这并不是一个严重的问题。

拥有出众的人品

巴菲特说过，买一家公司的股票就是在买这家公司的管理层，他会亲自通过各种渠道来求证公司管理层是否值得信赖，他所看上的管理层都是把所热爱从事的事业放在第一位，收入则是其次。巴菲特表示，超级明星经理人应具有值得股东喜欢、信任和敬佩的高尚品德，以及能够为公司创造一流的业绩和具有高超的资本配置能力。巴菲特举了个例子：

他（大都会公司的CEO墨菲）是我在投资生涯中所遇到的最优秀的CEO之一。他具有非常出众的管理品质，同时还拥有非常出众的人品。当个人利益与股东利益相冲突时，他总是毫不犹豫地选择后者。每当我想选择一个经理人未来成为我的子孙、女婿或遗嘱执行人时，墨菲就是我理想中的最佳典范。

巴菲特和他所投资公司的管理层都明白究竟什么是确保卓越的因素，这不是仅靠金钱的奖励就能办到。

巴菲特非常看重整个管理阶层对股东是否坦白。他说：

我告诉为我们公司工作的每个人，只要做成功两件事就可以了，一是像业主那样思考，二是立刻告诉我们坏消息。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

假设你在一个班级上，大约20个同学，假设你有机会购买另一个同学一生收入的10%，那你就要从剩下的19个同学中选择了。你以什么样的标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来选择呢？你会选择智商最高的同学吗？你会选择分数最高的吗？你也许会选择谁的家族最有钱，这种不能算（笑声）。假如大家都有接近500马力的能量，有些可能490马力，有些可能520马力，所以你会选择具有最高的输出效率的人。你会选择那些具有最良好品行的人，因为高尚的品行让他们输出的效率高，让别人愿意为他工作，让他成为下一个汤姆·墨菲。好，假设你选出这个人了，然后要求你选出另一个人，你看空他的未来收益的10%，你会选谁？（笑声）你也不会选成绩最差的人，你会选你最不愿意一起工作的人，他们干得少，但是拿得多，他作弊，总之他具有不好的品行。

卓越的专业能力

在选择公司管理层时，除经理人的人品外，巴菲特还相当看中其专业能力。在他眼里，专业化经营的赢利能力更高。巴菲特认为“长期稳定业务是持续竞争力”和“特许权是公司的基础”。因此，巴菲特最担心的是公司偏离主业的专业化经营。

巴菲特认为，许多持续创造价值的企业一般都是高度集中于核心业务的专业化企业，并且越来越领先于多元化经营且没有清晰核心业务的竞争者。

巴菲特在1990年致股东的信中说道：

我们在富国银行找到银行界最好的经理人 Carl Reichardt（卡尔·雷查德）与 Paul Hazen（保罗·哈真），这两个人加起来的力量都大于个别单打独斗；其次他们对于有才能的人从不吝啬，但也同时厌恶冗员过多；最后尽管公司获利再好，他们控制成本的努力不曾稍减，最后两者都坚持自己所熟悉的，让他们的能力而非自尊来决定成败。

作为普通的投资者，当企业处在十字路口时管理者所作的决策，能帮我们分辨出哪些管理者是值得信赖的，哪些是令人失望的。

保持独立思考

许多情况是管理当局的疏失，就像是去年我们曾提到的系统规范——也就是经营主管会不自主地模仿其他同业的做法，不管这些做法有多愚蠢。在从事放款业务时，许多银行业者也都有旅鼠那种追随领导者的行为倾向，所以现在他们也就拥有像旅鼠一样的命运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为20：1的比率，使得所有的优势与缺点会被放大，我们对于用便宜的价格买下经营不善的银行一点兴趣也没有；相反，我们希望能够以合理的价格买进一些经营良好的银行。

1990年巴菲特在给股东的信中如是说。

巴菲特告诫投资者，要躲开那些有旅鼠般行动倾向（指从众心理）的公司。巴菲特认为，管理者最为重要的素质之一，就是要自始至终能够保持独立思考，只有这样才能让企业少受其他因素的干扰。

巴菲特很早就注意到那些看上去应当理智而且诚实的管理层有时候会做出愚蠢和违反理性的行为，为什么他们会犯这样的错误？正如巴菲特所指出的那样，管理者的这种做法源于一种被称为“法人机构的盲从行为”的力量，这种力量让管理者失去客观的判断能力，而一味去模仿其他管理者的做法，有时甚至连他们自己也知道这种行为是很不理智的。

巴菲特认为，管理者自始至终保持独立思考，不会因为“法人机构的盲从行为”而失去理性，不会给企业和股东带来损害。这样的管理者才是值得信赖的管理者。

责任、毅力和勤奋

巴菲特说，如果一个公司的CEO不具备责任、毅力和勤奋这三项品质，他无论如何也不会投资这家公司。巴菲特每天都抽出大量的时间阅读一些与上市公司CEO有关的杂志，了解公司CEO的性格和管理理念。这告诉我们，企业家应具备“知识、见识、胆识”。没有知识，无法驾驭市场，无法管理好一个企业；但光有知识还不够，必须理论结合实际，独树一帜，大胆实践。特别是，要养成良好的学习习惯与行为品德。我们从巴菲特身上学到的不仅是他的投资理念，这位财富巨人的道德修养更使我们深受感染。

巴菲特在2010年致伯克希尔股东的信中写道：

对任何人而言，“如何使用资金”必须和“我们现在拥有什么”结合考虑，以期合理估计公司的内在价值。如果CEO善于把握这个关系，未来投资会提升公司现有价值；如果CEO的才能和动机令人生疑，目前的价值必然会缩水，结局迥异。20世纪60年代末，如果把1美元交给西尔斯·罗巴克公司或Montgomery Ward（蒙哥马利·沃德）的CEO，相比交给Sam Walton（山姆·沃尔顿，沃尔玛创始人），命运会截然不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高超的资本配置能力

巴菲特在多年的投资经验中发现，资本配置对企业和投资管理来说至关重要，资本配置能力是管理层最重要的能力。巴菲特说：

资本配置上的远见，决定公司未来发展的远景。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我们从来不看什么公司战略规划，我们关注而且非常深入分析的是公司资本分配决策的历史记录。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

一旦成为 CEO，他们需要承担新的责任，他们开始必须进行资本配置决策，这是一项至关重要的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读：彼得·林奇的投资哲学

1. 千万不要随意买入你既陌生又不了解的公司股票，那些你根本不懂的公司股票对你而言可能只是意味着看报纸行情表时再多看一个报价，看电视财经节目时多看一个股票代码而已。久而久之，随意乱买股票，只会让你手上的股票越来越多，到后来你会根本记不得当初为什么要买入这些股票。

只专注于了解自己能力所及范围内的几家上市公司，把自己的买入卖出限制在这几只股票以内，是一种相当不错的投资理念。

2. 由于支撑股价快速上涨的只有投资者一相情愿的期望，而公司基本面的实质性内容却像高空的空气一样稀薄，所以热门股跌下去和涨上来的速度一样快。

3. 每一年都会有大量关于如何选股的书出版，但是如果没有坚定的意志力，看再多的投资书籍，了解再多的投资信息，都是白搭。炒股和减肥一样，决定最终结果的不是头脑，而是毅力。

4. 如果你懂得一家公司的基本业务的话，那么对这家公司进行深入分析就容易多了。正是因为这个原因，我宁愿购买连裤袜公司的股票也不愿购买通信卫星公司的股票，宁愿购买连锁汽车旅馆公司的股票也不愿购买光纤公司的股票。公司业务越简单易懂我就越喜欢。当有人说“这样的公司连傻瓜都能经营管理”时，这反而让我更加喜欢这家公司，因为或早或晚都有可能将会是一个傻瓜来经营管理这家公司。

如果要在下面两个公司中选择一个进行投资，一家是处在竞争激烈的复杂行业中管理水平非常杰出的优秀公司，另一家是处在没有竞争的简单行业中管理水平非常一般的平凡公司，我将会选择后者。我这样选择的首要原因是这种公司比较容易追踪研究。在我一生中无数次吃油炸圈饼或者购买轮胎的过程中，已经对它们的系列产品逐渐形成了一种感觉，而我对激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光或者微处理器却从来没有产生过这种感觉。

“任何傻瓜都能经营这项业务”是完美公司的一个特点，而我所梦寐以求的正是完美公司的股票。你永远不可能找到完美的公司，但是如果你想象一下，你就会知道一家完美公司应该具备哪些特点。

5. 每只股票后面其实都是一家公司，你得弄清楚这家公司到底是如何经营的。

6. 一些投资者总是习惯性地卖出“赢家”——股价上涨的股票，却死抱住“输家”——股价下跌的股票，这种投资策略如同拔掉鲜花却浇灌野草一样愚蠢透顶；另外一些人则相反，卖出“输家”——股价下跌的股票，却死抱住“赢家”——股价上涨的股票，这种投资策略也高明不了多少。这两种策略都十分失败的原因在于，二者都把当前股票价格变化看做公司基本价值变化的指示器。

7. 经常出现这样的事：短期而言，比如好几个月甚至好几年，一家公司业绩表现与其股价表现毫不相关；但是长期而言，一家公司业绩表现肯定与其股价表现是完全相关的。弄清楚短期和长期业绩表现与股价表现相关性的差别，是投资赚钱的关键。同时，这一差别也表明，耐心持有终有回报，选择成功企业的股票方能取得投资成功。

8. 专业投资者往往忽视调查研究。他们更多的是想方设法购买各种信息服务系统，比如 Bridge（桥）、Shark（鲨）、Bloomberg（彭博社）、Market Watch（市场观察）、First Call（第一次缴付）以及路透社信息等，从而能够让自己在第一时间发现其他专业投资机构的投资动向，可是他们本来应该自己花时间进行实地调查研究的。自己不对上市公司进行调查研究，进行仔细的基本面分析，拥有再多的股票软件和信息服务系统也没有用。相信我，沃伦·巴菲特从来不用这些玩意儿。

9. 对于一直持续关注追踪该家公司基本面情况的投资者来说，联合爱迪生公司股票的风险并没有那么大。能赚大钱的股票往往来自所谓的高风险类型的公司股票，但是与风险更加相关的是投资者，而不是公司的类型。

对于那些能够接受不确定性的投资者来说，进行股票投资的最大好处是，一旦判断正确就可以获得非常惊人的投资回报。

（本文摘编自：彼得·林奇. 刘建位，译. 彼得·林奇的成功投资. 机械工业出版社，2010）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章
从有强赢利能力的稳定行业中选股

对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。那些所提供的产品或服务具有强大竞争优势的企业能为投资者带来满意的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 12：当企业价值远大于市场股价时买入

对于买进股份，我们注意的只是价格而非时间。我们认为，因为忧虑短期不可控制的经济或是股市变量而放弃买进一家长期前景可合理预期的好公司是一件很愚蠢的事，为什么仅是因为短期不可知的猜测就放弃一个很明显的投资决策呢？

在 1994 年年报中，巴菲特如是说。

巴菲特的市场原则就是在考察企业的实质价值基础上，寻找或等待股票的理想价位买进，即发现企业的价值远大于市场的股票价格时，或那些极具投资价值企业的股票价格却在短期内严重下跌时，在这两种状况下，就果断地大量买进，一路持有。市场原则包括两个方面。

企业的估值是多少

巴菲特认为，股票市场上情绪的力量往往大于理性的力量，股票价格在很多时候与企业的内在价值不符，这主要是因为市场先生与投资者的情绪在影响股价。由于市场先生的情绪不稳定，报价难免有时高有时低。

决定企业实质价值的最好方法是：运用适当的贴现率，折算预期在企业生命周期内可能产生的净现金流量。巴菲特说：

所有的职业从马鞍制造商到移动电话的供应商，在价值方面，都可计算出经济上可用来比较的数据。

如果巴菲特对预估企业未来的现金流量没有十足的把握，他就不会试着去评估一个公司的价值。

企业是否会被大打折扣以更低值买进

在价格远低于其实质价值时购买好企业，可以避免受到价格上的风险：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果公司的实质价值因为错估未来的现金流量而有些许下降,股票价格终究也会下跌,甚至低于他所购买的价钱。但是,如果存在于购买价格与公司实质价值之间的差价足够大,则实质价值下跌的风险也就比较低。安全边际提供了可能获得极佳的股票报酬率的机会,在市场价格进行修正的时候,额外地大赚一笔。

低价买入,是巴菲特市场原则的核心,只要低于公司内在价值,哪怕市场仍在下跌中,巴菲特都会不断买进。许多人不能忍受股价的下跌,巴菲特却泰然处之,他坚信,做不到这一点,就不可能在投资领域获得成功。

巴菲特在1997年致股东的信中这样写道:

一则小谜语:如果你打算一辈子吃汉堡维生,自己又没有养牛,那么你是希望牛肉价格上涨还是下跌呢?同样的要是你学会不时地换车,自己又不是卖车的,你会希望车子的价格上涨还是下跌呢?这些问题的答案显而易见。

最后我再问各位一个问题:假设你预估未来5年内可以存一笔钱,那么你希望这期间的股票市场是涨还是跌?这时许多投资人对于这个问题的答案就可能是错的,虽然他们在未来的期间内会陆续买进股票,不过当股价涨时他们会感到高兴,股价跌时反而觉得沮丧,这种感觉不等于是当你去买汉堡吃时,看到汉堡涨价却欣喜若狂,这样的反应实在是没有什么道理,只有在短期间准备卖股票的人才应该感到高兴,准备买股票的人应该期待的是股价的下滑。

对于不准备卖股票的伯克希尔股东来说,这样的选择再明显也不过了,首先就算他们将赚来的每一分钱都花掉,伯克希尔也会自动帮他们存钱,因为伯克希尔会透过将所赚得的盈余再投资其他事业与股票,所以只要我们买进这些投资标的成本越低,将来间接所获得的报酬自然而然就越高。

此外,伯克希尔许多重要的投资部位都持续不断地买回自家公司的股份,在这种情况下,股票价格越低对我们越有利,因为这代表同样的一笔钱可以买进更多的股份,从而间接提高我们持股的比例。举例来说,过去几年可口可乐、华盛顿邮报与富国银行皆以非常低的价格大量买回自家股票,其所带来的效益比在现在的高价再进行要来得有利得多。

在每年的业绩浪行情中,绩优成长股几乎都能得到市场的追捧。投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者买入股票获利的渠道可以概括为两大方面，一是二级市场的买卖价差，二是上市公司的分红。巴菲特认为，衡量上市公司是否值得投资的基本标准是持续稳定的赢利能力，赚钱才是硬道理。

超级产品的赢利能力毛利率要比同业高 2% ~3%，巴菲特非常钦佩投资大师费雪的投资理念。费雪在他的名著《怎样选择成长股》中阐述了以下观点："至于历史较悠久和规模较大的公司，真正能够让你投资赚大钱的公司，大部分都有相对偏高的利润率，通常它们在业内有最高的利润率。"费雪分析，如果多年来利润一直不见相对增加，则营业额再怎么增长，也无法吸引投资对象。检视公司利润的第一步是探讨它的利润率，也就是说，算出每一元的营业额含有多少营业利润。投资人不应只探讨一年的利润率，而应该探讨好几年的利润率。重要的不是过去的利润率，而是将来的利润率。

除了成长性的贡献可以让投资者兴奋，股票再无任何其他价值，股票所有的数据，都与背后的公司的情况相关联。巴菲特的导师格雷厄姆在其《证券分析》中解释道："价格和价值的背离如果是因为股市总体性的高涨和低落这种周期性波动而形成的，那么这是最好理解的。股票在牛市买价过高而在熊市卖价过低，这已经成为老生常谈。实际上，这就等于是说价格的任何向上或向下的波动最终必将达到一个极值，既然任何价格不会永久地维持在这个极佳上(或任何其他价格水平上)，那么回过头来看必然会发现，价格上涨或下跌得过头了。"

2008 年 9 月，巴菲特破例入股了一家自己并不了解的企业——中国的比亚迪，在 2009 年年会开始前，巴菲特亲自来到比亚迪展台，和他的老搭档查理·芒格一起试驾比亚迪的最新电动车型。

这也是股神在继大手笔投资中石油之后再次出手中国内地在港上市公司，同时，此次投资也是巴菲特在美国次贷危机转为全球金融危机之后，进行的第二笔重大投资。2008 年 9 月 29 日，巴菲特旗下附属公司中美能源控股以每股 8 港元的价格认购比亚迪 2.25 亿股股份，约占比亚迪 10% 的股份。

中美能源是巴菲特投资的伯克希尔·哈撒韦公司旗下逾 70 多家子公司中规模最大者，企业价值估计逾 400 亿美元。早在 2008 年 8 月底接受美国 CNBC 电视台《财经论坛》栏目采访时，巴菲特就曾说过：

在合适的环境下，你会在中国看到我的大量投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而投资比亚迪还是引起了人们的轰动，因为比亚迪在中国只是一家民营企业。但是比亚迪在电池、电子零件及汽车领域有强劲地位，估值便宜，足够吸引人。

巴菲特青睐比亚迪的主要原因是老搭档查理·芒格的大力推荐。比亚迪自1995年以来的事业成功令他宽心。更让巴菲特感到放心的是，他的公司最初曾想持比亚迪公司25%股权，但王传福只同意持股比例不超过10%。故巴菲特认为王传福不愿出售自己的企业对未来是好征兆。

1973年巴菲特用1062万美元买入华盛顿邮报股票，2006年底增值为12.88亿美元，持有33年，投资收益率高达127倍。这是他投资收益率最高，也是持股期限最长的一只股票。

巴菲特称自己以便宜得可笑的价格买入：

1973年中期，我们以不到企业每股商业价值1/4的价格，买入了我们现在所持有的华盛顿邮报全部股票。其实计算股价与价值比并不需要非同寻常的洞察力……我们的优势更大程度上在于我们的态度：我们已经从本·格雷厄姆那里学到，投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣时买入其股票。

巴菲特对于高成长股的判断标准是：公司现在的价值是不是被严重低估；有多少人发现了这一点，我是不是极少数已经发现这个事实的人之一；公司将来的成长空间还有多大；行业本身的发展前景；它必须没有太多的债务。

2011年4月，巴菲特在接受南京大学商学院提问时说道：

我们在中国寻找的项目也非常类似。我讲一下投资中石油的案例，大约8年以前，我做的所有事情就是在办公室阅读它的年报，报告是英文的，写得非常好。我读了报告，和自己说，这个公司应该价值1000亿美元左右，然后我看了一下公司的股票交易市值。我一般是先看报告形成对于公司价值的判断，然后再看公司的价格，否则先看公司的价格会潜意识地影响对于公司价值的判断。如果不受到公开市场报价的影响，我能更好地对公司进行估值。中石油总体市值为350亿美元左右。这就像我能用350亿美元价格买到1000亿美元价值的东西，虽然我不能买到控制权，但是我喜欢这个投资。我没有办法以这个价格购买美孚或者壳牌这样的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有趣的是，我几乎能以差不多的条件购买俄罗斯的石油公司尤科斯，这也是很大的一个石油公司。我思考后决定，购买中国公司会比购买俄罗斯公司要妥善得多。我不知道这两个公司的管理层如何，也不知道这两个公司的石油储备各有多少，真正的差别是一个公司是在中国销售石油，另一个是在俄罗斯销售石油。我对于中国要感觉好得多，所以我决定购买中石油。

最终曾经在一个时点，中石油的市值迅速增长到了接近1万亿美元的高度，虽然我并没有持有并分享到全部的涨幅。中石油交易非常有意思的一点是，公司在年报中写，他们将把利润的45%拿出来进行分红。在其他大的石油公司中，没有任何一个曾经这么写过。但这非常重要，我几乎不记得有美国的哪家公司曾经这么书面作出过这样的承诺。中石油信守了承诺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 13：从利空消息中寻宝

利空消息是指能够促使股价下跌的信息，如股票上市公司经营业绩恶化、银行紧缩、银行利率调高、经济衰退、通货膨胀、天灾人祸等，以及其他政治、经济、军事、外交等方面促使股价下跌的不利消息。

过分夸大的新闻也可以创造机会。一座核电站出现泄漏事故或一场即将到来的龙卷风都会引起记者和公众的过度关注，尽管它们其实远没有那么危险。1979 年，当“太空实验室”将进入大气层坠毁时，全美国所有的航班都取消了飞行。但是，即使“太空实验室”残骸分解成 500 多块金属物体坠落下来，全美国有人被击中的概率也仅为 1/20000。由于美国航空及太空总署（NASA）有能力控制降落区域，这个概率又可以降到 1/100000。又由于每天都有大约 130 个美国人在车祸中丧生，因此对美国人来说，死于车祸的可能性要比被“太空实验室”碎片击中的可能性高几百万倍。

“为什么人们不按照统计概率来如实衡量风险呢？”一种解释是，人们不喜欢通过数学计算估计危险实际发生的概率。另外，不常见的事件肯定比司空见惯的事更有报道价值。“太空实验室效应”告诉我们，由于市场总是倾向于过分担心发生可能性极小的灾难，因此一些有可能遇到麻烦但这种可能性极小的稳健型公司还是有一定投资价值的。当某家公司确实遇到了大麻烦时，其股票跌幅一般大于应有的调整幅度。华尔街称这种现象为“股价对坏消息的过度贴现”。因此，当市场由于夸大其词的利空消息而对一家好公司的股票极度悲观时，赚钱的好机会也就来了。

被誉为“全球最出色的经理人”彼得·林奇表示：“对于一个训练有素的选股者来说，在一片悲观气氛中，反而为寻找赚钱机会很大的股票提供了买入良机。”

对于股市一个月或一年后会上涨还是下跌，我一无所知。但很可能发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生的情形是，远在市场情绪或经济好转之前，市场就已走高了，也许幅度还会相当大。因此如果你等待知更鸟，春天就将过去了。

金融大鳄索罗斯更是在利空消息中寻宝的典型人物，他的所有投资理论几乎都与市场的不稳定状态相关。其中对宏观因素的深入分析、变化多端的投资技巧和各种投资理论都是基于对混乱的认识，只有这种混乱方能使投资者从中把握机会，也只有这种混乱市场才可能出现把黄金看做是垃圾的现象。高明的投资人就是要在这种混乱市场里，把那些蒙着厚厚尘沙的黄金从垃圾里提炼出来。纽约城市公司曾经面临破产，那时候很多美国经济学家们已经在各种媒体上预言该公司的倒闭成为必然，从而导致纽约城市公司的有价证券遭到疯狂抛售。索罗斯却根据自己的调查和研究得出纽约城市公司的有价证券被严重低估：其一，这个公司不会最终倒闭；其二，该公司有价证券的实际价值被市场压缩和错估了。于是索罗斯在一个合理的价位，大量购进纽约城市公司的有价证券。当时，他的疯狂行动令人不解。但很快，市场就证明他的推测是正确的。纽约城市公司最后从困境中挣脱出来，它的证券价格不断攀升。索罗斯这时候再抛出手中的证券，一进一出大获利润。

股票市场的反应过度是造成动荡局面的主要原因。索罗斯认为，市场主流的偏向越大，市场的波动也会越大，并且还会造成很大的影响。这时，若投资者可以迅速抓住市场盛衰交替的时机，适当地调整自己的投资策略，按照计划进行投资，便能在混乱的市场中获得良好的投资机会。对此，彼得·林奇的警告是："流行的说法是'利空买入，利好卖出'，这句话可能会产生误导。有利空消息时买入股票可能会造成惨重损失，因为坏消息通常会变得越来越多。有多少人在听到英格兰银行的利空消息之后买入，然后眼睁睁地看着股价从每股 40 美元跌到每股 20 美元，又从 20 美元跌到 10 美元，再从 10 美元跌到 5 美元，从 5 美元跌到 1 美元，最后跌到 0，直至吞掉他们 100% 的投资呢。"

利空买入其前提同样是对该公司理性地进行基本面分析，从而把握最好的买入时机。

2011 年地震后日本股价下跌创造了一个买入的机会。巴菲特表示：

如果我拥有日本公司的股票，我肯定不会因为过去 10 天左右发生的事情而将其出售，像这样的突发性灾难事件确实创造了买入的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告14：从有强赢利能力的稳定行业中选股

巴菲特认为,选股时一定不能因为价格的便宜而忽略了该公司产业的前景,否则很容易犯错。后来巴菲特花了很长的时间来对伯克希尔进行改造,将其变成了纯粹的投资公司。但这样的改造耗费了巴菲特太多的精力和时间,他决定不再投资一家价格便宜但是产业没有前景的公司。他说:

近年来,我的投资重点已经转移。我们不想以最便宜的价格买最糟糕的家具,我们要的是按合理的价格买最好的家具。

巴菲特认为,与其选择变化很大的行业,不如选择一直存在的稳定行业。1987 年,巴菲特在致股东的信中写道:

经验显示,能够创造盈余新高的企业,现在做生意的方式通常与其 5 年前甚至 10 年前没有多大的差异,当然管理当局绝对不能够太过自满,因为企业总有不断的机会可以改善本身的服务、产品线、制造能力等,且绝对必须要好好把握,不过一家公司若是为了改变而改变,反而可能增加犯错的机会,讲的更深入一点,在一块动荡不安的土地之上,是不太可能建造一座固若金汤的城堡,而具有这样稳定特质的企业却是持续创造高获利的关键。

巴菲特在产业选择中重点关注两大方面。

产业吸引力

产业吸引力,主要表现在产业平均赢利能力上。

当一个经历辉煌的经营阶层遇到一个逐渐没落的夕阳工业,往往是后者占了上风。

我喜欢的是那种根本不需要怎么管理就能挣很多钱的行业。它们才是我想投资的那种行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在1999年给《财富》杂志所著文章中坦白自己选股的关键所在：

对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。那些所提供的产品或服务具有强大竞争优势的企业能为投资者带来满意的回报。

产业稳定性

产业稳定性，主要表现在产业结构变化程度上。就像要在最安全、最稳定的地方盖房子一样，要在最安全、最稳定的行业选择股票。寻找长期稳定的产业进入一直是巴菲特投资选择的重点。巴菲特选择股票，选的都是已经存在了一个世纪以上的行业。巴菲特表示：

我们的重点在于试图寻找到那些在通常情况下未来10年、15年或者20年后的企业经营情况是可以预测的企业。

巴菲特之所以会长期持有其所拥有的股票，那是因为他坚信他所投资的企业和产业在未来长期内具有很强的稳定性。巴菲特的产业分析经验表明，主业长期稳定的企业往往赢利能力最强，而企业的主业之所以长期稳定，根本原因在于其所在的产业具有长期稳定性。巴菲特表示：

经验表明，经营赢利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与5年前甚至10年前几乎完全相同的企业。当然管理层绝不能因此而过于自满。企业总是有机会进一步改善服务、产品线、生产技术等，这些机会一定要好好把握。但是一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此导致重大失误。

巴菲特想做的是十年甚至几十年的长期投资，所以他非常重视企业是否有着良好的长期发展前景。为了排除众多长期投资的不确定性因素，巴菲特只选择少数非常稳定的老公司：

研究我们过去对子公司和普通股的投资时，你会发现我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单：在收购公司和购买普通股时，我们寻找那些我们相信从现在开始的10年或20年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争力的企业。至于那些迅速转变的产业，尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管可能会提供巨大的成功机会，但是它排除了我们寻找的确定性。

巴菲特发现这些超级明星股有一个显著的共同特点——大部分是非常稳定的老牌企业：

除了一家公司是高科技公司和其他少数几家是制药公司之外，总的来说这些冠军的业务都非常平凡普通。大多数公司出售的产品并不时尚也不新潮，几乎和10年前完全相同（不过现在销量更大，或者价格更高，或者销量更大而且价格更高），这25家超级明星公司的优异业绩历史记录证明：充分利用已经非常强大的经济特权，或者专注于单一领先业界的核心业务，往往是形成非常出众的赢利能力的根本原因所在。

而像可口可乐、卡夫、沃尔玛这样的公司，经营方式、主要产品和服务几十年不变。公司不需要更新产品，照样可以长期称霸市场，对于股东来说，是一件多么美妙的事啊！长期投资这样的企业，可以放心睡大觉，根本不用担心对手研发出新产品而丧失竞争优势。

而那些经常发生重大变化的产业，如高科技产业和新兴产业等，巴菲特则从不投资。即使在苹果创始人乔布斯的领导下，iMac、iPod、iPhone、iPad、iTunes、App Store，一个又一个创新，让苹果受到无数粉丝的追捧，收入剧增，利润剧增，股价暴涨。

尽管苹果可能拥有着全球最美妙的前景，但我也不会因为它而干杯，也难以对它的未来进行评估。我只会关注那些我能够预测其未来5~10年业绩的公司，而苹果的业绩状况对我而言并不容易进行预测。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

对于一家随时都必须应对快速技术变迁的公司来说，你根本就无法判断其长期经济前景。例如在30年前，我们能预见到现在电视机制造产业或电脑产业的变化吗？当然不能。就算是大部分热衷于进入这些产业的投资人和企业经理人也不能。因此我们宁愿专注于那些容易预测的产业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读：安东尼·波顿的选股秘诀

安东尼·波顿，一个用28年的时间管理“富达特殊状态基金”，并将初始规模仅为1000英镑的基金增长146倍的欧洲顶级投资大师。在《泰晤士报》评选的全球十大投资传奇人物中，他的名字赫然在列，一同入选的还有本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特。

◎ 了解一家企业是至关重要的，尤其要了解它的赢利方式和竞争能力。

◎ 识别影响一家企业业绩的关键变量，尤其是那些无法控制的货币、利息率和税率变化等因素，对于理解一只股票的成长动力是至关重要的。

◎ 如果一家企业非常复杂，则很难看出它是否拥有可持续发展的动力。

◎ 宁愿投资于一家由普通的管理层经营的优秀企业，也不投资于由明星经理经营的不良企业。

◎ 尝试识别出当下被人忽视，却能在未来重新获得利益的股票。股市的眼光不够长远，因此有时像下象棋一样，只要你比别人看得稍远一点就能取得优势。

◎ 你拥有的消息来源越多，能够发现成功股票的机会也就越多。

◎ 忘记你购买股票时的价格。

◎ 做一个逆向投资者，当股价上涨时，避免过于看涨。当几乎所有人对前景都不乐观时，他们可能错了，前景会越来越好；当几乎没有人担忧时，就是该谨慎小心的时候了。

◎ 不随波逐流有时候会让你成为一个孤独的人，但事后你会发现，正是这样的反向操作给你带来了收益。

◎ 股市是一个绝佳的“贴现机制”。当经济转好时，股市通常会“超额”反映出基本面的利好，因为那时候股市已经有了很大的涨幅。当股价下跌时，人们往往容易变得更加沮丧。但是，一个成功的投资人必须懂得如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免。

◎ 投资人的致命错误有两个，买在高点是一大错误，第二个错误则是卖在低点。既然错了一次，就不该再错第二次。

◎ 在看股票和估值之前，要先看公司具体情况，包括公司的具体业务是什么，什么样的因素可以影响公司的业务，公司发展的轨迹如何。

◎ 我们投资公司首先是为了收回成本，因此要看公司发展的轨迹。同时看公司搞的业务是否复杂，业务越复杂，风险越大。除了看公司业务，还要看公司管理。管理实际上是非常重要的，如果我们只看管理层的某一个人的情况肯定不行，要从历史严格看管理层的情况，每个季度或者年度都要关注管理层的具体情况。

◎ 我们最关注的是企业的首席执行官，如果他做得很好，那么就可以解决很多问题。比如是否有长远的发展目标，是否使企业具有很强的竞争力，他是如何对待产品的定价和制定公司发展战略。

◎ 接下来关注的是财务状况，这就要看首席财务官。有些情况首席执行官不一定都了解，但首席财务官必须把这些问题都搞清，否则就要出问题了。另外公司要有非常好的管理声誉。我们会看这家公司的业绩，如果这家公司的股票经常被抛售或经常出现动荡也是问题。管理层、首席执行官、首席财务官都非常重要，在投资时我们必须注意这些情况，包括企业交易的情况。

（本文摘编自：逆向投资大师安东尼·波顿的 11 条选股秘诀．北京晚报，2010－01）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

入市要有50%的亏损准备

我们在买入价格上坚持留有一个安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告15：尽量避免风险，保住本金

大多数投资者相信，承担的风险越大，预期利润就越大，但投资大师巴菲特不相信风险和回报是对等的，他只在平均利润期望值为正的前提下投资，因此他的投资风险很小，或是根本就没有风险。

成功的秘诀有三条：第一，尽量避免风险，保住本金；第二，尽量避免风险，保住本金；第三，坚决牢记第一、第二条。

巴菲特的成功很大程度上是由于遵循了保本的原则，他选择的股票一般都有很高的“安全边际”。“安全边际”是巴菲特的导师格雷厄姆提出来的价值投资的核心，是为了将交易的风险降到最低，对公司内在价值进行衡量和估算，找出内在价值与公司股票价格之间的差价。当两者之间的差价达到某一程度时（安全边际），就可以对该公司股票进行投资。

巴菲特认为安全边际是投资中最为重要的概念，他的收购和投资都是以价值投资理念作为操作的核心，以安全边际的概念作为收购时机的参考。他说：

在《聪明的投资人》最后一章中，本·格雷厄姆强烈反对所谓的匕首理论：“面对把正确投资的秘密浓缩为三个单词的挑战，我斗胆地提出一个座右铭：安全边际。”我读过这句话已经42年了，至今我仍然认为安全边际的概念非常正确。投资人忽视了这个非常简单的投资座右铭，从而导致他们从20世纪90年代开始遭受重大损失。

* * * * * * * * * * * * * * * * * * * *

我们在买入价格上坚持留有一个安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。

在巴菲特看来，格雷厄姆“安全边际”的思想观点，从现在起至几百年之后，将仍然会被认作是合理投资的奠基石。他认为，安全边际理论对任何上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司都适用，即使那些最好的公司也不例外。这就是说，即使是那些最好的上市公司，股票买入的价格也不能过高。

架设桥梁时，你坚持载重量为3万磅，但你只准许1万磅的卡车穿梭其间。相同的原则也适用于投资领域。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我们在买入价格上坚持留有一个安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格。那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种"安全边际"原则。

安全边际还有一个重要作用，那就是股票投资报酬率的高低与投资风险成反比：投资风险越低，投资报酬率往往越高。巴菲特说：

安全边际从两个方面协助你的投资，首先是缓冲可能的价格风险，其次是可获得相对高的权益报酬率。

巴菲特并不认同"高风险高收益"的俗话，并且他还认为股票投资并不遵循这一规律。他说：

如果你用0.6美元的价格买到了1美元的纸钞，其风险要小于用0.4美元的价格买到1美元的纸钞，尽管后者的期望报酬率较高。

如何投资才能获得安全的回报？巴菲特认为，在购买一家公司的股票之前，一定要确保该股长期内可以获得至少"15%"的年复合收益率，如此才能保证自己的投资安全。这就是巴菲特神奇的"15%法则"。

如果将来的价格加上可以预期的红利，无法实现15%的年复合收益率，那么我建议将它放弃。

对巴菲特来说，风险是有背景、可衡量、可管理的，也是可回避的。巴菲特避免风险有这么几种方法。

1. 确定性

我把确定性看得非常重。只要能够找到确定性，那些关于风险因素的所有考虑对我就无所谓了。承受重大风险的根本原因是你事先没有考虑好确定性。但是以仅相当于证券内在价值的一部分的价格来买入证券并不是冒风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，“风险来自你不知道自己正做什么”。可以说，确定性是巴菲特衡量风险的一个尺度。

价值评估的准确性取决于公司现金流量预测的准确性，而现金流量预测的准确性取决于公司经营的稳定性。因此，对于未来保守的估计，只能建立在公司稳定的长期历史经营基础上。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我们永远不可能精准地预测一家公司现金流入与流出的确切时间及精确数量，所以我们试着进行保守的预测，同时集中于那些经营中意外事件不太可能会为股东带来灾难性恐慌的产业中。

2. 集中投资

巴菲特从来不认为集中投资的风险会比分散投资大，1993 年巴菲特在给股东的信中说道：

我们采取的这种策略排除了依照普通分散风险的教条，许多学者便会言之凿凿地说这比起一般传统的投资风险要高许多。这点我们不敢苟同，我们相信集中持股的做法同样可以大幅降低风险，只要投资人在买进股份之前，能够加强本身对企业的认知以及对竞争能力熟悉的程度。在这里我们对风险的定义，与一般字典里的一样，指损失或受伤的可能性。

3. 远离负债

巴菲特对负债经营不感兴趣，他认为不靠负债而用别的方式经营一样能够取得很好的收益。1987 年巴菲特在给股东的信中说道：

我们坚持一项政策，那就是不管是举债或是其他任何方面，我们希望是能够在最坏的情况下得到合理的结果，而不是预期在乐观的情况下，得到很好的利益。只要是好公司或是好的投资决策，不靠投资杠杆，最后还是能够得到令人满意的结果，因此我们认为为了一点额外的报酬，将重要的东西（也包含政策制定者与员工福祉）暴露在不必要的风险之下是相当愚蠢且不适当的。

当然我们不会畏惧借贷（我们还不至于认为借钱是万恶不赦的），我们还是愿意在估计不会损及伯克希尔利益的最坏情况下进行举债，至于这个限度在哪里，我们就必须评估自己本身的实力，伯克希尔的获利来自于许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同且扎实的产业,这些产业通常不需要额外大量的投资,负债的部分也相当健全,同时我们还保有大量的流动资产,很明显的,我们大可以承担比现在更高的负债比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告16：合理利用市场先生的不理智

本·格雷厄姆，我的朋友和老师，很久以前就提出了对待市场波动的正确态度，我相信这种态度是最容易带来投资成功的。他说，你应该把市场价格想象成一个名叫“市场先生”的非常随和的家伙报出来的价格，他与你是一家私人企业的合伙人。市场先生每天都会出现，提出一个价格，在这个价格上，他要么会把你的股份买去，要么会把他的股份卖给你。

尽管你们俩所拥有的那家企业可能会有一些稳定的经济特征，但市场先生的报价却绝不稳定。很遗憾，这是因为这个家伙有一些无药可救的精神问题。有时候，他狂躁症发作，只能看到影响企业的积极因素。在这种情绪下，他会报出很高的买价，因为他担心你会把他的股份买走，夺取他的巨大收益。而在他沮丧的时候，他眼中除了企业和整个世界所碰到的麻烦以外什么也没有。在这种情况下，他提出来的价格非常低，因为他很害怕你把你的股份甩给他。

市场先生还有另外一个可爱的特征：他不在乎遭人白眼。如果他今天的报价没有引起你的兴趣，他明天还会带着一个新价格回来。交易与否全在于你的选择。所以说，他的情绪越低落，对你就越有利。

但是，就像是舞会中的灰姑娘一样，你必须留心仙女的警告或任何将会变成南瓜和老鼠的东西：市场先生是来侍候你的，不是来指导你的。对你有用的是他的钱包而不是他的智慧。如果他某一天带着特别愚蠢的情绪出现，你可以自由选择是给他白眼还是利用他，但如果你被他的情绪影响了，那将是灾难性的。事实上，如果你不敢确定你理解和评价企业的能力比市场先生强得多，你就不配玩这个游戏。就像玩牌的人所说：“如果你玩了30分钟还不知道谁是傻瓜，那你就是傻瓜。”

1987年，在写给伯克希尔·哈撒韦公司持股者的一封信中，巴菲特是如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上描写“市场先生”的。

“市场先生”的寓言出现在格雷厄姆于1949年完成的著作《聪明的投资者》中，格雷厄姆认为，如果投资者足够聪明、自信和理性，那么他就不会每天按照市场先生的建议来处理自己的股份，他应该明智地根据公司关于其经营和经济状况的报告，来形成自己最正确的判断。巴菲特表示：

关键是利用市场，而不是被市场利用。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

“市场先生”是你的仆人，而不是你的向导。这是投机和投资的一个明显区别，投机的往往说自己“对市场有敬畏之心”，而投资人士把“市场先生”当成神经质的家伙，被他引导，只会一起疯。所以我们利用“市场先生”，我们无视噪声。

巴菲特把股市竞争简化到了最简单的程度——一场他和市场先生两个人之间的博弈。局面非常简单，巴菲特先摸透了市场先生的脾气，他知道市场先生的情绪不稳定，他会在情绪的左右下做出很多错误的事，这种错误是可以预期的，它必然会发生，因为这是由市场先生的性格所决定的。

由于知道市场先生一定会犯错误，所以巴菲特很有耐心地等待着，在一边冷静地看着市场先生的表演，等着他犯错误。巴菲特认为，战胜市场的前提是，你比市场先生更了解一家公司，能够比市场先生更加准确地评估出公司的真正价值。否则的话，你就不要和市场先生玩股票投资游戏了。巴菲特认为，只要牢牢抓住企业的机制，就抓住了市场先生的软肋而战胜他。

巴菲特认为，和市场先生交易重要的不是看他所出的价格而是要注意他的情绪，看着市场先生的情绪进行买卖。当市场先生的情绪不好时就买入，当市场先生的情绪好时就卖给他。而不用管市场先生的报价到底是多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告17：止损，从现在开始

巴菲特很清楚这样一个算术公式：如果你投资1美元，赔了50美分，那么你手上就只剩了一半的本金，在这种情况下，除非有百分之百的收益，你才能回到起点。所以他告诫投资者最好别赔钱。一旦出现赔钱的迹象该怎么办呢？巴菲特的答案是：立即实施止损措施。巴菲特认为：

入市要有50%的亏损准备。

心理学研究证明，损失带给投资者的痛苦，远比同样的获利所得到的快乐强烈得多。因此，几乎所有的投资者，在遭受损失时内心都有一种尽力挽回损失的潜意识。这种心理在投资活动中表现出来就是对损失的强烈厌恶，只要亏损一点点，心里就不能忍受，极容易导致非理性行为，从而威胁资金安全。

股谚说："会买的是师父，会卖的是祖师爷，会买的不如会卖的。"止损线是投资者的生命线。如果被套，不要消极等待，要有认错的勇气，立即止损卖出。止损是主动性提前的止损，不是被动性的止损，要化风险于前兆之初。

请记住牛的脖子上挂着响铃，故牛市出现之时，不少人听到铃声；熊市通常是突然出现的，例如1997年8月、2000年3月、2007年10月，当人人都以为只是一次小调整时，大熊便现身。因此，设立止损点就显得非常必要。

必须说明的是，设立止损点并不是为了赚钱，在更多的时候是为了使亏损尽可能减少。巴菲特告诫投资者，设立了止损点就必须执行，尤其是在刚买进就被套牢的情况下。一般而言，做短线投资的缓冲空间在5%～8%，做中线投资的在8%～13%，做长线投资的在15%～20%。要注意的是，无论是做长线还是短线投资，都须设立止损点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资大师威廉·欧耐尔用8%作为自己的止损标准。他表示:“适时止损,我用8%作为我的标准。如果这么做,总体上你的损失水平不会达到这个底线,因为在一些股票还没有跌去8%的时候,你就可能已经意识到它的表现会不佳了。我学到的又一样东西是:一日我所持有的股票的价格已经上升了相当一段空间,不要让到手的利润溜走。例如,我以50美元每股的成本买入了某只股票,该股票的价格上涨到了58美元或59美元,如果其价格回落到了50美元,这时候我就会毫不犹豫地将其卖出。然而最重要的卖出原则是,利用图表在合适的时机买入真正的市场领导者。如果你总是在股票从底部启动的时候买入,那么你遭受8%的损失的可能性就很小。实际上,这样做你不仅是抢先了一步,同时也会获得有利的底部支撑。”①

往往有很多相当专业的投机者,因为过于自信,没有及时止损,结果一次失手造成重大损失,从此一蹶不振,这样的例子比比皆是。止损为何如此艰难?侥幸的心理作祟。

① 汪良忠,曹新点评. 郎莹,译. 欧奈尔:证券投资二十四堂课. 中国时政经济出版社,2000-12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告18：财富的增长应该是逐步积累的

伴随着整个社会的财富积累明显增加，尤其是一部分人先富起来、足够富足之后，财富积累的一些负面的效应开始凸显且逐步扩大。当前非常直观的例子之一就是房地产市场严重泡沫。房地产市场暴利惊人，吸引社会资本过多流入，“比较利益”使其他重要产业包括事关长远发展的高新技术产业的吸引力减弱，以致投资不足。

世界最大空头对冲基金的掌门人吉姆·查诺斯表示：“中国飙涨的房地产市场，是靠投机性资金撑起来的泡沫，相当于1000个以上的迪拜！”诺贝尔经济学奖获得者保罗·克鲁格曼表示：“任何经济体，仅靠高投入而不注重技术创新和提高效率，就容易形成泡沫经济，迟早要进行大规模调整。”世界银行行长佐利克警告说，亚洲资产泡沫可能演变成新一波的全球经济危机。人们应该吸取教训，不要等到泡沫爆破以后才来收拾残局。巴菲特表示：

> 我可以肯定地告诉你，中国（房地产）也会面对泡沫破裂，不管经济发展有多么迅速。

巴菲特的老搭档查理·芒格同时表示：“我感觉中国人比较喜欢赌博。我也不懂为什么，似乎这是中国文化的一部分。美国人也喜欢赌博，当美国政府监管不力，这种赌博的问题被放大成华尔街金融衍生品等问题，所以美国政府现在要开始控制这些行为。中国政府也应该注意这些行为，及早采取措施。”

对于泡沫破裂的时间预测，巴菲特则表示：

> 绝大多数情况下，我只知道会发生什么事情，但是不可能知道什么时候发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

中国的房地产市场就是在赌博，而且赌得很大。有一群人在大面积地豪赌，人们因为所有权的增加，更容易变得盲目自信，导致资产价格虚高。财富的增长应该是逐步积累的。

对于投资而言，暴利就是一杯甜美的毒酒。虽然短期很有诱惑，但它拔高了你的预期收益，只此一点，就足以将你推入通往失败的旋涡。10 年之后，当初获取暴利的人，还能活着的有几个。

巴菲特认为“财富的增长应该是逐步积累的”，在其对子女的教育方面同样有所体现。巴菲特曾对他的三个子女说过：“我给你们足够的自由，但留给你们的钱却不会用吨来计算。”他希望子女们能够亲自管理自己的资产。虽然腰缠万贯，但是巴菲特并不准备将自己的财产都留给子女，而是逐渐将他拥有的财富捐给基金会做慈善事业。同时巴菲特也给了每个孩子 10 亿美元，但这笔钱不是供孩子们自己享受，而是给孩子们的慈善基金，让他们依据自己的喜好和能力进行慈善事业。1986 年 9 月，美国《财富》杂志发表了巴菲特的《你应该把所有财富都留给孩子吗》，在巴菲特看来，财富应该用一种良好的方式反馈给社会，而不是留给子女。遗产对于子女只会“弊大于利”，巨大的财富不仅会使他们好逸恶劳，成为纨绔子弟，而且还不能帮助真正需要帮助的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读：衍生性金融商品就像是定时炸弹

对于衍生性金融商品以及其他附带的交易，查理跟我的看法完全一致，我们认为不论是对参与交易的双方或者是对整个经济体系而言，它们就像是一颗颗定时炸弹！

在丢出这个爆炸性的看法后，请容我稍后再详加说明，现在让我先稍微解释一下衍生性金融商品，虽然这类的解释相当空泛，因为这个名词代表着相当广泛的金融交易，基本上，这类交易工具会使得财富在未来的一段时间内进行易手，其金额决定于某个或数个关键指针，包含利率、股价或汇率等。举例来说，假设你做多或放空标准普尔500指数期权，那么你等于已经参与一项非常简单的衍生性金融商品交易，你的赚赔取决于指数的变动，衍生性金融商品的期间长短不一（有时甚至可能超过20年以上），其价值的变化则系于许多变量。

除非衍生性金融商品交易有质押担保或是附带保证，否则其最终的价值还必须取决于交易双方的履约能力，虽然在交易正式结算之前，交易双方都会随时在各自的损益表上记录盈亏，且其金额通常都相当庞大，即便实际上还没有任何一块钱进行移转。

只要是人（或者有时应该说是疯狂的人）想得到的，都可以被列为衍生性金融商品交易的标的。举例来说，当初在安隆，就有新闻及宽频衍生性金融商品，虽然要在许多年后才会结算，但此类交易还是可以入到公司的账上；或比如说你想要签一个契约，赌内布拉斯加州2020年双胞胎出生的数目，没有问题，只要你肯出价保证你一定找得到有人肯跟你对赌。

当初我们在买下通用再保时，该公司有一家附属的通用再保证券，这是一家衍生性金融商品经纪商，查理跟我认为它具有相当的危险性，所以并不想保留这个部门，于是我们试图将这个部门出售，但并没有成功，最后只好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将它慢慢清算。

但想要关闭一个衍生性金融商品部门谈何容易，想要摆脱它的纠缠可能要耗费许多个年头（虽然我们正逐日降低所暴露的风险）。事实上，再保险业与衍生性金融商品交易有点类似，两者都像是地狱一样，并没有多大的进入障碍，但想要退出却难如登天，一旦签了约，你就摆脱不了它，有时甚至要等到几十年后，才突然冒出来要你支付一大笔钱，确实也有些法子可以让你将风险转嫁给别人，但大多数的做法还是无法让你免除连带的责任。

再保险业与衍生性金融商品交易另一个共同特点就是两者的账面盈余通常都有过度高估的情况，这是由于目前的盈余大多系于许多未来的变量，而其正确性却需要很多年后才能揭晓。

但错误瞒得了人，却骗不了自己，其所反映的不过是人们对于他人的承诺，总是倾向采取乐观看法的现象，而且交易的双方有极大的动机在会计账务上做手脚，因为这些负责买卖衍生性金融商品的人士，其报酬（全部或部分）往往取决于依市价结算的账面盈余，但现实的状况是（想想我们刚刚提到的双胞胎合约）那个市场根本就不存在，所以取而代之的是“依公式结算”，这种替代性的做法有极大的漏洞，在通常的状况下，由于合约牵涉多个变量再加上结算日期的遥远，使得交易双方无形中增加许多引用不实假设的机会，以我们刚刚提到的双胞胎案例来说，订立合约的双方可能使用截然不同的公式使得交易双方连续好几年同时享受巨额的账面获利，在最夸张的状况下，所谓的“依公式结算”极可能堕落沦为“依鬼话结算”。

当然，不论是内部的稽核人员或者是外部的会计师，也都看过这些数字，但要弄懂可不是一件容易的事。举例来说，通用再保证券截至2002年底（在决定彻底关闭它的10个月后）仍有14384件有效合约流落在外，交易对象遍布全世界672个对手，每一项合约的价值都会随着一个或好几个变量的变化而随时上下变动，其中有一些变量光是看了就令人觉得头发昏，想要对于这些交易组合进行评价，就算是专业的会计师，也往往会有不同的意见与看法。

评价难度本身早已超越学术性论证，近几年来，有好几件大规模的舞弊案及疑似舞弊案都是源自于衍生性金融商品交易。以公用能源事业来说，许多公司利用衍生性金融商品交易来创造账面巨额的获利，直到东窗事发之际，他们还试图将衍生性金融商品交易相关的应收款项，转换成为现金科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目，至此“依市价结算”真正沦为“依鬼话结算”。

我可以向各位保证，在衍生性金融商品交易所发生的错误，绝对无法让交易双方的账对得平，几乎不例外的，他们都会偏袒有机会得到百万奖金的营业员或特别希望账面拥有亮丽的报表数字的一方（甚至是双方），而最后往往要等到奖金支付给营业员，而CEO因为认股权大发利市后，股东们才会发现所谓亮丽的财报数字根本就是一场骗局。

衍生性金融商品交易的另一项问题是它可能因为一些毫不相关的原因，让一家公司的问题更为加重。这种滚雪球效应之所以会发生，主要在于许多衍生性金融商品交易的合约都要求对方一旦其信用评级遭到调降时，必须立刻提供质押担保给交易对方。大家可以想象到当一家公司面临困境而被调降信用评级的同时，衍生性金融交易却又立即登门要求提供事先完全没有设想到且金额庞大的现金时的情景，此举可能让公司进一步陷入流动性的危机，而通常这又会让公司的信用评级再度向下调降，恶性循环的结果可能导致一家原本好好的公司因此倒闭。

衍生性金融商品交易也有可能造成多米诺骨牌效应的风险，这是因为许多保险业及再保业者习惯将风险分散给其他保险公司，在这样的情况下，巨额的应收款项将随着交易对象的日趋复杂而持续累积（以通用再保证券来说，虽然已经经过将近一年的清算期，目前仍有高达65亿美元的应收款项流通在外），交易的一方或许对于自己相当有信心，认为其巨额的信用风险已经经过适度的分散，因此不会发生任何危险，只有等到某种特殊状况下，一个外部事件导致A公司的应收账款发生问题，从而影响B公司，乃至于一路到Z公司，历史教训告诉我们危机的发生往往是我们在太平盛世时所梦想不到的一连串问题串联所导致的。

在金融体系中，早期发现连锁反应的问题严重性是联邦储备委员会成立的主要原因之一，在联邦储备委员会成立以前，体质不佳的银行倒闭有时可能会对一些原本体质还不错的银行造成突然没有预期到的流动性压力，导致它们跟着出现问题，联邦储备委员会于是建立一道防火墙将有问题的金融机构隔绝开，但是在保险业或是衍生性金融商品交易，却没有类似中央银行的控管机制来防止骨牌效应的发生，在这些产业，一家原本体质不错的公司很有可能因为其他公司发生问题而受到拖累，当这种连锁反应的威胁存在于产业中时，就绝对有必要尽量降低彼此间的牵连，这正是我们目前在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再保业采取的做法，同样这也是我们选择退出衍生性金融商品交易的原因之一。

许多人声称衍生性金融商品交易可以有效降低系统风险，透过这类交易让原本无法承担特定风险的人可以将风险移转到他人身上，这些人相信衍生性金融商品成为稳定经济的力量、让商业交易得以进行同时降低个别参与者风险的变量，就个体层面而言，他们的说法或许确是事实，就像是在伯克希尔，我有时也会搭配一些大规模的衍生性金融商品交易好让某些投资策略得以遂行。

然而查理跟我本人认为，以总体经济的角度来看，这却是相当危险，而且风险更有日益加重的趋势。大量的风险，尤其是信用风险，目前已逐渐累积在少数几家衍生性金融商品交易商身上，而且彼此的交易更是相当频繁，这使得一家公司在发生问题后，将很快地传染给其他公司，到最后这些交易商将积欠非交易商的交易对方巨额欠款，而这些交易对方，如我刚刚提到的，由于彼此关系过于紧密，将导致一个单一事件让他们同时出现问题，(比如说电信产业的崩溃或者民间电力事业的价值大幅减损等)，关联度过高——在问题浮现时，便有可能引发系统性的风险。

就像是1998年大量从事高杠杆操作衍生性金融商品的避险基金。长期资本管理公司LTCM就搞得大家焦头烂额，最后使得联邦储备委员会不得不火速施出紧急援助，在后来的国会听证会中，联邦储备委员会官员坦承当初若非他们介入，这家名声响亮但仅有数百名员工的神秘公司LTCM很有可能对于美国资本社会的稳定造成极严重的威胁，换句话说，联邦储备委员会之所以甘冒大不韪打破惯例介入干预，完全是因为主事者害怕类似的事件会发生在其他金融机构的身上进而引发多米诺骨牌效应，而这次的事件虽然导致大部分固定收益市场一度瘫痪达数个星期之久，但个人认为，这还不是最坏的状况。

（本文摘编自巴菲特2002年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

价格低估最常见的起因是悲观主义

当然即便是对于最好的公司，你也有可能买价过高。买价过高的风险经常会出现。投资者需要清醒地认识到，在一个过热的市场中买入股票，即便是一家特别优秀的公司的股票，可能要等待更长时间，公司所能实现的价值才能增长到与投资者支付的股价相当的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 19：不要买入被高估的股票

不理会股市的涨跌，不担心经济形势的变化，不相信任何预测，不接受任何内幕消息，只注意两点：(1)买什么股票；(2)买入价格。

如果投资方法错误(如购买了一只股价被过度高估的股票)，即使是购买阿里巴巴或者百度、万科这样著名大公司的股票也会导致巨大的损失，同时会因此而丧失掉其他很多的投资机会。世界著名基金经理彼得·林奇在《彼得·林奇的成功投资》一书中指出："在20世纪70年代早期，数百万美元一窝蜂地盲目追逐那些被高估的股票，结果很快就亏损得血本无归。并非所投资的对象本身是风险很大的投资对象，唯一的原因是人们的投资方法是错误的，公司本身是好公司，但他们买入的价格却是错误的价格。"

巴菲特在1997年致股东的信中写道：

虽然我们从来不愿尝试去预测股市的动向，不过我们却试着大约评估其合理价位，记得在去年(1996年)的股东会时，道琼指数约为7071点，长期公债的获利率为6.89%，查理(巴菲特的最佳拍档)跟我就曾公开表示，如果符合以下两点条件，则股市并未高估：利率维持不变或继续下滑，以及美国企业继续维持现有的高股东权益报酬率。

投资大师欧奈尔在《笑傲股市》一书中谈到了具体判别方法："牛市中，在股价比初始买入价高出2%～3%时进行一两次小规模跟进，这样就可以使你的投资组合变得更为集中。但是当股价高出正确的买入点过多时，千万不要继续买入，否则，相对于其他表现不大成功的股票来说，该只股票的持有份额就凸显不足了。如果采取上述策略的话，你就不会因为所持有的强势股无法为整个投资组合带来可观的收益而感到沮丧。与此同时，卖出那些开始亏损的股票，以避免更大的损失。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苹果是一家伟大的科技公司，iPod、iPhone 和 iPad 等产品给人们带来一次又一次的惊喜。投资者同样被苹果所倾倒。在 2010 年之前的 5 年中，苹果的年利润以 59% 的速度递增，股价更是飙升了 428%。按市值计算，苹果已经成为全球第三大公司，仅位居美孚石油和中国石油之后，尽管苹果的年销售额还不及这两家公司中任何一家的 1/6。华尔街分析师同样热捧苹果。由于营收状况良好，苹果股票乍看起来似乎很便宜。当前，苹果市盈率为 18 倍，略高于标准普尔 500 指数的 14 倍。但不要忘记，苹果的股价是建立在公司销售额继续大幅增长的前提下。如果其中一项营收源停滞不前怎么办？如果一款产品失败怎么办？当前的经济低迷已经表明，苹果并非无孔不入。2008 年，苹果的利润涨幅为 75%，而 2009 年只有 35%。这样看来，苹果似乎被高估了。的确，苹果是一家伟大的公司，而且也没有败落的迹象。但如果期望过高，将可能导致苹果股票严重受挫。

巴菲特的导师格雷厄姆首先注意到投资于被低估的大公司相对于同样被低估的小公司会有更大的投资收益。他在著作《聪明的投资者》一书中写道："如果我们承认由于普通股显示了优良的成长性和迷人之处，过高估价成长股是市场的一贯作风，那么逻辑上因为一时发展活力不太令人满意而公司失宠于投资者，至少相对而言市场对该股票估值过低也是预料之中的。这也许是股票市场存在的一个基本规律，它提示了一种可以证明是最保守和最有希望的投资途径。进攻型投资者最关键的是要全神贯注于那些正经历不引人注意时期的大公司。当小公司被过度低估时，并且在许多情况下，即使以后它们的收益和股价增长，它们也会有最终丧失赢利能力的风险以及不管收益是否好转都会被市场长期忽略的风险。大公司相比之下有着双重的优势：第一，它们有资本资源和智力资源帮助它们渡过难关，恢复到令人满意的正常收益；第二，市场对它们任何好转的表现往往会有适度敏感的反应。"①

约翰·内夫被称为华尔街的"价值发现者"。他热衷于购买一段时期股价极低、表现极差的股票，并且在股价过高、走势太强时准确无误地果断抛出。内夫认为，普通投资者往往买进高增长的公司，但这样的股票却往往没

---

① （美）本杰明·格雷厄姆．王中华，译．聪明的投资者．人民邮电出版社，2010－08

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有持续增长，原因不是公司自身出了问题，而是股价已没有了上涨的余地。因此，内夫一旦认定具有投资价值的潜力股，他不会像其他“价值投资者”那样寻求股价短期上升，而是一直耐心等下去，甚至等待几年之后他的“便宜货”被市场重新热捧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 20：不要试图抄底股市

逆向投资也被称为反周期投资，顾名思义，是在经济周期高处按兵不动、收缩甚至退出，而在经济周期低谷处加大投资力度和发展速度。但这并不意味着企业任何时候都跟市场趋势反着来：别人投资的时候我不投，别人不投资的时候我偏投。市场的戏剧性使得一般投资人望而却步，但却令逆向投资人获利丰富，再加上巴菲特的"贪婪和恐惧"的醒世名言为各个大小股民所熟知并奉为金科玉律，因此，只要当市场出现不好的情形时，很多人都会认为抄底的机会来了，而伺机入市。殊不知，当这种定律为大多数人所熟知的时候，机会也变成了多数人的机会。这是因为，其实他们总是等逆向投资已经非常流行以至于逆向投资成了一个被大家普遍接受的观点时，才会变成逆向投资者。

我们不能踏错周期。现在大家都在说"抄底"，但是事实上，真正的那个底在哪里谁都无法预料。但是我们不能因为自己不知道底在哪里，就安于无所作为。我们不能知道最低点在哪里，但要知道相对低点在哪里；不能知道最高点在哪里，但要知道相对高点在哪里。我们必须具备这个理性思维能力。我们要买在相对低点，卖在相对高点。

2008 年，在全球股市大幅跳水、各国中央银行在为市场注资而大感烦恼之际，巴菲特却手握大把资金，在世界范围内寻找投资目标。继 50 亿美元投资高盛后，巴菲特又相继宣布收购国内最大的充电电池制造商比亚迪、美国通用电气，而其持有大量股份的富国银行更是宣布将以总价 151 亿美元的价格收购美联银行。

实际上，巴菲特也没有把自己在 2008 年买进美国股票的行为称为是抄底行为。为此，他还特别澄清：

> 我无法预计股市的短期波动，对于股票在 1 个月或 1 年内的涨跌我不敢妄言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * * * * * * * * * * * * * * *

对于竞争力强的企业，没有必要担心它们的长期前景。这些企业的利润也会时好时坏，但大多数都会在未来5年、10年或20年内创下新的赢利纪录。

巴菲特在接受CNBC电视台采访时表示：

我已经观察通用电气这家公司很久了。现在的市场给我们提供了大量的投资机会，而这在6个月或者1年之前是难以想象的。

巴菲特的投资往往是在股价大幅下跌以后进行的。为什么在金融危机期间巴菲特要进行大规模的投资呢？巴菲特在2008年10月1日接受媒体采访时表示：

现在的股价显得十分合理。当其他人都感到害怕的时候，投资机会就已经到来。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

当然我们也会有恐惧和贪婪，只不过在别人贪婪的时候我们恐惧，在别人恐惧的时候我们贪婪。

这句巴菲特名言也许是对他抄底的最好诠释。[①]

在巴菲特看来，只有当股市的恐慌和公司的坏消息同时出现时，才是选择性反向购买的最佳时机。他经常利用行业不景气、个别公司的灾难、公司结构变化和战争现象创造的机会购买。巴菲特曾说：

价格低估最常见的起因是悲观主义，有时是四处弥漫的，有时是一家公司或一个行业所特有的。我们希望在这样的氛围里投资，不是因为我们喜欢悲观主义，而是因为我们喜欢它造成的价格。乐观主义才是理性投资者的大敌。

在金融危机背景下的2009年伯克希尔股东大会上，巴菲特表示：

抄底是不可能的，不要试图在股市"落地"的时候进行投资，应该做一些合理的分析；实际上价格是一种游戏，逢低买入的时候，不要过分考虑价格因素。

---

① 严行方．巴菲特这样抄底股市．中国城市出版社，2009－04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不试图抄底股市在于巴菲特坚信，真正内在价值优秀的企业是经得起熊市多空考验的，价格最终能够反映出企业的内在价值。这是巴菲特从他的老师格雷厄姆学到的最重要的一点。格雷厄姆认为，许多投资者在那里认真地预测股市走向，并且投入大量精力去选择短时间内股价可能翻番的股票是没有必要的。最重要的是，坚持持有内在价值优秀的公司股票。因此，真正的投资者是很少关心股价波动的，因为这种股价波动并不一定表明其内在价值真的发生了什么变化。

巴菲特的定义是买企业的价格要低于内在价值，内在价值就是企业未来价值折现到现在应有的价格。

价格是你支付的钱，而价值是你得到的钱。

巴菲特认为内在价值是一个重要的，与此同时却又是令人难以捉摸的概念。巴菲特表示：

没有公式可以计算内在价值。你必须了解你打算买进股票的那家公司的情况才能获得有关内在价值的信息。评估公司的内在价值既是一门艺术又是一门科学。

事实上，内在价值是无法准确地计算出来，而只能进行预测。巴菲特对内在价值难以评估有这样一段话：

我们永远无法精准地预测一家企业现金流动的时间与数量，所以我们只能对准备投资的企业试着进行保守的预测，将资金投入那些经营中即便出现意外事件也不会为股东带来灾难性后果的产业中。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

价值评估的准确性取决于企业现金流量预测的准确性，而现金流量预测的准确性取决于企业经营的稳定性。因此，对于未来保守的估计，只能建立在企业稳定的长期历史经营基础上。

内在价值如此难预测，但是投资者依然能够运用价值和价格的关系来投资股票。巴菲特这样说：

我们并不一定非得等到价格触底时才买入。但若公司的价格低于你认为这个公司应有的价值时，就必须买入。而且公司必须是由诚实、有能力的人来管理。如果今天你能买进一家当前价格低于其内在价值的公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，而且你对公司的管理层有信心，那么如果你能买进更多类似公司的股票的话，你会赚到钱的。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

你买它的最大价格一般不能超过它内在价值的75%，这样你就有25%的安全空间或者安全限度。

这就是安全空间理论，投资者要在能力圈内选择投资或者收购的企业，然后预测它的未来，算出它的内在价值，之后就是等待价格低于价值买入。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时，有人问他如何理解熊市对抄底买家来说是好消息。巴菲特说，对股市的走势他一无所知，并且也不进行预测，不过总体上他是希望股市向下走的。

如果你购买了100股通用汽车公司的股票，就会对该股票充满感情。当股票价格下跌时，你会变得暴躁、怨天尤人；当股票价格上升时，你会变得沾沾自喜，自以为自己够聪明，从而对该股票变得喜爱有加起来。与投资者的这种情绪化相比，股票并不知道是谁买了它，它只是一种物质存在而已。

在未来10年里，在座的每一个人都可能是股票净买家而不是净卖家，既然这样，那么每一个人都希望有越来越低的股票价格出现。就好像在未来10年里，如果你是汉堡包的买家而不是卖家，那么你当然会盼望汉堡包的价格越来越便宜，除非你是养牛专业户，才会希望汉堡包的价格越来越高。

同样的道理，如果你现在还没有可口可乐公司股票，却又希望买上一些，那么你一定会盼望着可口可乐公司股价走低，就好像你在这个周末希望超市有大甩卖而不是涨价一样。纽约证券交易所实际上就是这样一个大超市，如果你准备在那里买股票，会恨不得股票都跳水，跳得越深越好，这样你就可以捡到便宜货了。当20年、30年过去后你退休了要领养老金了，你才会希望那时候的股票价格能尽量高一点。①

彼得·林奇对于抄底买入股票作了一个形象的说明："想要抄底买入一只下跌的股票，就如同想要抓住一把下跌的刀子。通常来说一个更稳妥的办法是，等刀落到地上后，扎进地里，晃来晃去了一阵后停止不动了，这时再抓起这把刀子也不迟。想要抓住一只迅速下跌的股票抄底买入，不但抄不

---

① 严行方．巴菲特这样抄底股市．中国城市出版社，2009－04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到底，可能连你的老底儿都会输个精光，因为你在错以为是底部的价位买入，其实根本不是底部，离真正的底部还远着呢，就像想抓住一把迅速下坠的刀子，不但抓不住，反而会伤到手导致剧烈的疼痛，因为你抓错了地方。”①

索罗斯同样告诫投资者们，要谨慎抄底。对此索罗斯说：“如果一家经营状况不佳的上市公司的股票开盘价为90美元，而现在跌至了40美元，这相对来说是便宜了，这能招来很多投资者和投资专家的吹捧、疯狂买进。可是要知道，这只股票可能会因为公司的不善经营而跌至10美元、5美元，这些都是不容忽视的。”所以投资者在投资时一定要抓住股票的内在价值，而不能被眼前的股价所蒙蔽，关键是要遵循自己的投资方向，不受任何束缚地进行自己的投资。

---

① （美）彼得·林奇．刘建位，译．彼得·林奇的成功投资．机械工业出版社，2010－04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告21：不要盲目买入好公司的股票

巴菲特并不主张闭着眼睛随便买超级明星公司股票，而应该只在合理的价格上才买入。道理和我们到商场购物的经验一样，那些大牌、名牌、超级名牌质量非常好，但价格也非常高，你并不会只因为好就会买。

最著名的基金经理人彼得·林奇曾说过："好公司也要在很好的位置去购买。"长期投资的前提是持有那些长期价值低估而且具有竞争优势的好公司的股票；如果股价已经充分反映而且透支合理价值，就不值得长期投资了，在这个时候，投资者应该做的是卖出而不是继续持有，更不应该买入。

巴菲特同样主张要买好公司，但前提是价格要合理。

我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异，由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的大公司。这种目标公司并不能充分保证我们投资赢利：我们不仅要在合理的价格上买入，而且这些公司的未来业绩要与我们的估计相符。这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的唯一机会。

巴菲特确实发现少数优秀企业极难出现以"40美分买1美元"的低估机会后，表示愿意以更高的价格买进真正优秀的企业，但绝不是不管什么价位都可以随时买进。

巴菲特曾警告那些盲目买入好公司股票的投资者：

当然即便是对于最好的公司，你也有可能买价过高。买价过高的风险经常会出现。投资者需要清醒地认识到，在一个过热的市场中买入股票，即便是一家特别优秀的公司的股票，可能要等待更长时间，公司所能实现的价值才能增长到与投资者支付的股价相当的水平。

巴菲特并非只要是伟大的公司就购买，富国银行这样"伟大的公司"，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特也是等到其出了问题，股价持续低迷、利润持续下滑、PE（市盈率）达到5倍、PB（平均市净率）达到1.2倍之低的“安全边际”情况下，才大举买入。

2008年9月，巴菲特投资高盛，这是他几乎等了一辈子的机会，但机会来临时，他仍没有急于投资普通股，投资优先股的投资条款依然加了数道保险，而且还有一只脚留在门外，随时可以开溜。回顾2006年到2008年这三年，从大牛市到大熊市的暴涨暴跌过程，即使选择中国最好的石油公司、最好的银行、最好的房地产企业，如果是在股价最高估的时候买入，也会亏得很惨。

另外，通常公司越大，涨幅越小。许多人初入股市时，把注意力投向那些规模大、实力强的大型企业，并将购买其股票作为个人投资的重要选择。这是没错的，因为大企业完善的经营理念、高超的管理素质和强大的市场基础，会使它们长时间屹立在市场前沿，抗风险能力强，股价稳定。但投资者如果寄希望于短时间内从这类股票身上大赚一笔，则是非常不现实的。但若有时一连串的不幸使一家大公司陷入绝望的困境之中，而一旦它从中恢复过来时，它的股票就会出现一个很大的上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告22：理性对待高科技神话

巴菲特承认他对分析科技公司不在行。在1998年的伯克希尔年会上，他被问及是否考虑过在未来的某个时候投资于科技公司，他回答说：

这也许很不幸，但答案是不。我很崇拜安迪·格鲁夫（英特尔创始人）和比尔·盖茨（微软创始人），我也希望能通过投资于他们将这种崇拜转化为行动。但当涉及微软和英特尔股票时，我不知道100年后世界会是什么样。我不想玩这种别人拥有优势的游戏。我可以用所有的时间思考下一年的科技发展，但不会成为这个国家分析这类企业的行家，第100位、第1000位、第10 000位专家都轮不上我。许多人都会分析科技公司，但我不行。

这种观点得到他的搭档查理·芒格的响应。“我们没有涉足高科技企业是因为我们缺乏涉足这个领域的能力。所以我们宁愿与那些我们了解的公司打交道。我们为什么要在那些我们没有优势而只有劣势的领域进行竞争游戏，而不在我们有明显优势的领域施展本领呢？”

查理·芒格还说：“对整个社会来说，网络或许不错，但对资本家而言，却绝对是个负数，因为虽然网络能增加企业的效率，但对获利却一点帮助也没有。”在他们眼里，网络公司都一样，是那种增加效率但是不能提高资本收益率的公司。

巴菲特对互联网经济有一个著名的理论：

互联网业务只是一个财富转移的过程，它没有为我们创造任何财富，从来没有一样东西能像互联网这样利用股东的无知而获利。

巴菲特不跟风购入高科技股票，即使在2001年伯克希尔业绩不佳，而互联网企业风头高涨的状况下，巴菲特仍表示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管科技公司给美国带来多大的贡献，我的投资公司也无意购入它们的股份。我们愿意以我们的钱支持我们的信念。

2001 年，互联网的泡沫破灭后，巴菲特在给投资人的一封信中对科技股作了总结：

不管它意味着多么光明远大的前景，只要现在或几年内没有创造价值，那就是价值收缩，而非价值创造。现在看来，泡沫的成因在于人们太在意 IPO（首次公开募股）而不顾上市后的业绩。

他在信中不无得意地说：

我早跟你们说过别买高科技股。

巴菲特不投资高科技股有自己的观点，他认为高科技领域变化太快，风险太高，故不适合长期投资。

我只关注永久不变的东西，我认为网络不会改变人们嚼口香糖的方式。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我可以理性地预期投资可口可乐公司的现金流量。但是谁能够准确预期十大网络公司未来 25 年里的现金流量呢？如果你说你不能准确预期，你就不可能知道这些网络公司的价值，那么你就是在瞎猜而不是在投资。对于网络企业，我知道自己不太了解，一旦我们不能了解，我们就不会随便投资。

但是巴菲特也并非是完全不投资高科技企业，比如在巴菲特投资记录里有一次罕见的高科技投资——TCA 电信的案例，这家公司在 1999 年巴菲特买入时估值已高高在上，本不符合巴菲特价值投资选股的思路，但是它每年 1 亿美元以上的自由现金流（FCF）还是构成了极大诱惑，虽然买的时候很贵，但还是一次成功的投资。到 2005 年 COX 电信巨资收购了 TCA，巴菲特成功退出。[①]

① 张海滨．从新手到高手：中国股民必须懂得的 60 个问题．北京大学出版社，2007－07

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读：顶级大师帝纳波利的投资经验

对于我们大多数普通交易者来说，交易似乎是件很容易的事。打开交易软件，选择股票和价位，然后按一下“买入”键就搞定了。至于什么时候卖出，或听消息，或问别人，甚至完全是心血来潮就把股票卖了。这可能是大多数交易者总是在证券市场失败的原因。没有交易计划，仓促进场、出场。在没有看清楚大势时就盲目下单，而显然这样的风险未免太大。

帝纳波利总是谆谆教导投资者：失去机会，总比失去资金好。他甚至说即使掌握了最好的交易方法，也并不一定能保证实现我们的愿望。

当我们确认交易不是件容易的事后，你就必须从基础学起。

要想成为一个说的过去的交易者，有一个 5×5 的基本规律。这个规律说的是，一个初学者要达到一定的交易水平，必须要经过起码 5 年的学习和 5 万元的学习投入。对于一个特别聪明的人来说，至少也需要 3×3。

永远不要认为自己是最聪明的。我父亲也是一个交易者，他曾对我说：“永远记住，和你打交道的另外一个人总是比你聪明。”特别是当你赚了很多钱的时候，更要牢记这一点。在我的交易室里面，有一幅标语在墙上贴了 20 多年，上面写的是：耻辱和失败只有一步之遥。

中国市场和其他市场是不同的，它属于新兴市场，我更喜欢称它为不成熟的市场。之所以这么说，是因为它的行为模式和世界其他市场的行为模式有不同的地方。在不成熟的市场中交易，交易者会养成一些不好的习惯。因为即使犯了错误，但照样可以挣钱。哪怕你是借钱来投资，不管要付多少利息，反正市场都会还给你，这是非常糟糕的事情，因为一夜之间损失一半的可能还是会发生在你的身上。

我敢说，尽管中国的市场非常强劲，但还是有人会输得很惨。市场有其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自身的结构和规律，如果某些事件触发的话，它会形成连锁效应。如果不注意风险控制的话，就有可能受到伤害。

（本文摘编自：张志峰．帝纳波利：走出市场并走在市场前面．钱经，2008－10）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

内在价值模糊难辨却至关重要

要想正确评估一个企业的价值，你应该预测企业从现在开始的长期现金流量，再用一个适当的贴现率进行贴现，这就是价值评估的正确方法。

那么到底应该如何决定价格够不够吸引人呢？在回答这个问题时，大部分的分析师通常都会选择两种看起来对立的方法——“价值法”与“成长法”，事实上有许多投资专家会将这两种方法交替运用，就像是轮流换穿衣物一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告23：价值评估既是艺术又是科学

在决定购买一只股票时，就要对其内在价值进行评估。但没有任何公式能够准确地用来计算内在价值，所以你必须了解你要购买的股票的背后的企业。给企业估价，既是一门艺术，也是一门科学。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

内在价值尽管模糊难辨却至关重要，它是评估投资和企业的相对吸引力的唯一合理标准。

巴菲特的导师格雷厄姆认为，对股票内在价值的评估是困难的。因为许多分析、预测在逻辑上是成立的，可是由于种种因素的影响，实际应用时效果却很差。格雷厄姆表示："显然，分析家不可能永远正确。某一结论可以在逻辑上是成立的，但在实际应用时却效果很差。造成这种结果的原因主要有3个：数据不足或不准确、未来的不确定性、市场的非理性行为。"但即使如此，也并不表明这种分析、预测就是没价值的。格雷厄姆认为："价值投资最基本的策略正是利用股市中价格与价值的背离，以大于股票内在价值相当大的折扣价格买入股票，在股票上涨后以相当于或高于价值的价格卖出，从而获取超额利润。"也就是说，投资成功的前提就是要对你所投的企业进行正确的价值评估。巴菲特认为：

内在价值是一个非常重要的概念，它是评估投资企业有无吸引力的唯一逻辑手段。内在价值可以简单地定义为：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。

一个具备竞争优势的企业并不一定能够给投资者带来丰厚的利润，还必须要对这家企业的内在价值进行评估，确定自己准备买入的企业股票的价值是多少，然后再跟股票市场价格进行比较。这就是巴菲特经常提到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“内在价值评估”。

巴菲特认为，价值评估的最大困难是内在价值取决于公司未来的长期现金流量。

要想正确评估一个企业的价值，你应该预测企业从现在开始的长期现金流量，再用一个适当的贴现率进行贴现，这就是价值评估的正确方法。

然而，巴菲特最主要的搭档查理·芒格曾说过一句耐人寻味的话：“巴菲特常常提到现金流量，但我却从未看到他做过什么计算。”巴菲特本人对于内在价值的计算最为详细的叙述出现在1996年致伯克希尔股东的信中：

内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的事实进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值估计值，即使对于我和查理来说也是如此，这正是我们从不对外公布我们对内在价值估计值的一个原因。

巴菲特意识到了价值评估中存在的内在缺陷，也意识到了作为替代的一种常识性的原则：

当你感觉到了，你也就知道了它的价值。

巴菲特在1992年致股东的信中写道：

那么到底应该如何决定价格够不够吸引人呢？在回答这个问题时，大部分的分析师通常都会选择两种看起来对立的方法——“价值法”与“成长法”，事实上有许多投资专家会将这两种方法交替运用，就像是轮流换穿衣物一样。我们觉得这种观念似是而非（为此我个人必须承认，好几年前我也是采用这种方法），基本上我们认为这两种方法本为一体，在计算一家公司的价值时，成长当然是一个很重要的因素，这个变量将会使得所计算出来的价值从很小到极大，所造成的影响有可能是正面的，也有可能是负面的。

在1996年年会上，巴菲特承认很少使用真正的价值评估工具来研究股市运作。他说：

如果一家企业的价值不能向你淋漓尽致地展现，那么它就是过于讳莫如深了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外,巴菲特还坦承:

虽然评估股权投资的数学计算式并不难,但是即使是一个经验老到、聪明过人的分析师,在估计未来年度票息时也很容易发生错误。在伯克希尔,我们试图以两种方法来解决这个问题。首先我们试着坚守在我们自认为了解的产业之上,这表示它们本身通常相当简单且稳定,如果企业很复杂而产业环境也一直在变,我们实在是没有足够的聪明才智去预测其未来的现金流量。碰巧的是,这个缺点一点也不会让我们感到困扰,就投资而言,人们应该注意的不是他到底知道多少,而是应该注意自己到底有多少是不知道的,投资人不需要花太多时间去做对的事,只要他能够尽量避免去犯重大的错误。

巴菲特曾经用一则伊索寓言做比喻,强调价值评估应该采用现金流量贴现模型。他说:

我们用来评估股票与企业价值的公式完全相同。事实上,这个用来评估所有为取得金融收益而购买的资产的价值评估公式,从公元前600年时由一位智者第一次提出后,从来就没有变过。这一奇迹就是伊索和他那永恒的,尽管有些不完整的投资智慧——一鸟在手胜过两鸟在林。要使这一原则更加完整,你只需要再回答三个问题:你能够在多大程度上确定树丛里有小鸟?小鸟何时出现以及有多少小鸟会出现?无风险利率是多少?如果你能回答出这三个问题,那么你将知道这片树丛的最大价值是多少以及你现在需要拥有小鸟的最大数量是多少,这样才能使你现在拥有的小鸟价值正好相当于树丛未来可能出现的小鸟的价值。当然,不要只是从字面上理解为小鸟就是资金。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

在伯克希尔公司,我们从来没有试图要从无数个其价值未经证实的公司中挑出几个幸运的胜利者,我们根本没有聪明到这种程度,对此我们很有自知之明。相反,我们试着运用伊索寓言中提出的具有2600年悠久历史的公式,寻找那些我们有合理的信心来确定有多少只小鸟在树林中以及它们何时会出现的公司(或许以后我的孙子可能会把这个公式改为一个敞篷车上的女孩胜过五个电话簿上的女孩)。显然,我们永远不可能精准地预测一家公司现金流入与流出的确切时间及精确数量,所以,我们试着进行保守的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测，同时集中于那些经营中意外事件不太可能会为股东带来灾难性恐慌的产业。即便如此，我们还是常常犯错，大家可能还记得我本人就曾经自称是相当熟悉集邮、纺织、制鞋以及二流百货公司等产业的家伙。

巴菲特向投资者建议说：

无论谁都可能告诉你，他们能够评估企业的价值，你知道所有的股票价格都在价值线上下波动不停。那些自称能够估算价值的人对他们自己的能力有过于膨胀的想法，原因是估值并不是一件那么容易的事。但是，如果你把自己的时间集中在某些行业上，你将会学到许多关于估值的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告24：投资应取决于企业绩效而非市场价格

巴菲特认为，一旦选择了自己相信的股票，那么就应当拒绝每天股价涨跌的诱惑；如果投资者受到了涨跌的诱惑，就不应该买这只股票。因为这本身就是自相矛盾的，至少是不合逻辑的。

投资的一切秘诀在于，在适当的时机挑选好的股票之后，只要它们的情况良好就一直持有。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

对于那些投资数额较大的股票，其中大多数我们都持有了很多年份。我们的投资决策取决于企业在那一时期的经营绩效，而非哪一个给定时期的市场价格。在能够拥有整个公司的时候，过度关注短期收益就是极其愚蠢的。同样我们认为，在买入一家公司的一小部分的时候，却被短期投资的预期收益所迷惑，也是不明智的。

巴菲特认为，股票投资不应该关心眼下的一时涨跌，因为投资者根本不可能准确预测股价；既然这样，也就没有必要在这方面枉费心机了。

巴菲特认为，股市下跌时更要关心股票内在价值的高低。股价波动，并不一定会必然导致公司内在价值发生变动。并且无论股价如何波动，从长期来看总不会超越其背后所代表的企业。

树懒天生特有的懒散正代表着我们的投资模式：1990年我们对于6只主要持股中的5只没有买入也没有卖出1股。唯一例外的是富国银行这家拥有超一流的管理、很高的回报率的银行企业，我们将持股比例增加到接近于10%，这是联邦储备委员会允许的最高持股比例。其中1/6是在1989年买入的，其余则是在1990年买入的。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认真分析一下我们1993年与1992年持股的策略，你可能会以为我们的投资管理属于那种无可救药的昏睡风格。但是，我们认为放弃对一家既能够理解又能持续保持卓越的企业的持股常常是一件大蠢事。因为这些优秀企业非常难以替代。

巴菲特是长期投资的坚定信奉者，其连续43年年均21.1%的投资收益让人很容易将巴菲特神话简单理解为长期投资。但很多投资人由于没有真正理解长期投资的本质，产生许多对长期投资的认识误区。

由于某些原因，人们容易接受价格暗示而不是价值暗示。但价格暗示并不总是有效的，尤其是当你投资于自己并不了解的公司时，或仅仅因为看到上星期价格暗示对某人有效而进行投资时，它们常常会失灵。因此，世界上进行股票投资最缺乏说服力的理由，就是价格的上涨。

市场前景从来都是不明朗的，由于乐观的市场情绪影响，你会以非常高的价格买进。但事实上，不确定性对于那些进行长期价值投资的投资者来说是有利的。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

投资就像是打棒球一样，想要得分，大家必须将注意力集中到球场上，而不是紧盯着计分板。

本·格雷厄姆曾表示：当公众购买或出售其在一家企业中拥有的股份之前，至少应该看一眼这些股份的账面价值。对于任何具体的案例来说，账面价值所传达的信息都有可能是没有意义或没有必要注意的。但是在丢弃这些证据之前，先要对它们进行考查。这样可以让股票购买者——如果他自认为还算聪明的话——至少能够告诉他自己：第一，他为这个企业实际支付了多少钱；第二，他花的这些钱实际上换来了多少有形资源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告25：真正的财富在年报里面

一年一度的年报是上市公司在一定的时段内经营情况的总结，也是公司财务状况对外披露的途径，可以说，财务报表是投资者了解企业的一个窗口，而基本情况会透露出企业的未来价值。许多投资者习惯四处打探消息，但巴菲特的成功告诉我们，年报里的信息十分丰富，足以支持投资者作出一个英明的投资决策。看年报虽不是价值投资者唯一地了解上市公司的方法，却是最重要的方法。

我阅读我所关注的公司年报，同时我也阅读它的竞争对手的年报，这些是我最主要的阅读材料。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

你必须阅读无数家公司的年度报告和财务报表。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

有些人喜欢看《花花公子》，而我喜欢看公司年报。

巴菲特的这一生就是与报表打交道的一生。巴菲特研究了大量股票，一头钻进图书室和地下室认真研究别人动都不想再动的陈旧股票记录，一宿一宿研究别人看来觉得眼花缭乱的数字，每天早上他都认真阅读《华尔街日报》，度蜜月时他车子后座塞满了《穆迪手册》和会计分类账。①

巴菲特认为，阅读财务年报并在此基础上进行对比分析，是对这家公司进行价值评估的基本要求——如果没有读过这家公司的年报，就无法对这家公司进行价值评估。

2007年，巴菲特接受中央电视台的采访时，有记者问巴菲特最关心年报

① 施罗德．覃扬眉，译．滚雪球：巴菲特和他的财富人生．中信出版社，2009-01

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的哪些方面，巴菲特回答说：

学生总是问我这个问题，但是所有的年报都是不同的，如果你要找个男人的话，什么样的吸引你，是有体育才能的，还是帅的，还是聪明的。所以同样看企业也有不同的方法，一个企业到另外一个企业，我看的是不同的东西。根本性地来说，我是看企业的价值。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

读年报像其他人在读报纸一样，每年我都读成千上万，我不知道我读了多少，不过像中石油，我读了 2002 年 4 月的年报，而且又读了 2003 年的年报，然后我决定投资 5 亿美元给中石油。仅仅根据我读的年报，我没有见过管理层，也没有见过分析家的报告，但是（中石油的年报）非常通俗易懂，是很好的一个投资。

2008 年 5 月在伯克希尔·哈撒韦公司的股东大会上，巴菲特再次回答了人们关于看年报就能作出投资中石油决定的疑问，他说：

我是在 2002 年春天读的（中石油）年报。我从没问过任何人的意见。我当时认为这家公司值 1000 亿美元，但它那时的市值只有 350 亿美元。我们不喜欢做事要精确到小数点三位以后。如果有人体重在 300 磅到 350 磅之间，我不需要精确的体重就知道他是个胖子。如果你根据中石油年报上的数字还作不了决定，那你应该看下一家公司。

事实上，巴菲特并不仅仅阅读上市公司年报这些公开披露的信息，他从年报中发现感兴趣的公司后，会阅读非常多的相关书籍和资料，并且进行调查研究，寻找年报后面隐藏的真相：

我看待上市公司信息披露（大部分是不公开的）的态度，与我看待冰山一样（大部分隐藏在水面以下）。

巴菲特认为，阅读还要和实际调研结合起来才能够更好地确定自己的投资是否正确，发掘出年报背后的真相。巴菲特说：

你可以选择一些尽管你对其财务状况并非十分了解但你对其产品非常熟悉的公司。然后找到这家公司的大量年报，以及最近 5～10 年间所有关于这家公司的文章，深入钻研，让你自己沉浸于其中。当你读完这些材料之后，问问自己：我还有什么地方不知道却必须知道的东西？很多年前，我经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常四处奔走，对这家公司的竞争对手、雇员等相关方面进行访谈……我一直不停地打听询问有关情况。这是一个调查的过程，就像一个新闻记者采访那样。最后你想写出一个故事。一些公司的故事容易写出来，但一些公司的故事很难写出来，我们在投资中寻找的是那些故事容易写出来的公司。①

如何从年报中发现那些并不合格的企业呢？

第一，要特别留意那些会计账务有问题的企业。如果一家企业迟迟不肯将期权成本列为费用，或者其退休金估算过于乐观，千万要当心。当管理层在幕前就表现出走上了斜路，那么在幕后很可能也会有许多见不得人的勾当。

第二，复杂难懂的财务报表、附注披露通常暗示管理层不值得信赖。如果你根本就看不懂附注披露或管理层分析，这通常表明管理层压根儿就不想让你搞懂，安然公司（已倒闭）对某些交易的说明至今还让我相当困惑。

第三，要特别小心那些夸大收益预测及成长预期的企业。企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，收益也很难一直稳定增长。至今查理（巴菲特的老搭档）跟我都搞不清楚我们旗下企业明年到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季度的赢利数字，所以，我们相当怀疑那些常常声称知道未来会如何如何的老总们。而如果他们总是能达到他们自己声称的目标收益，我们反而更怀疑这其中有诈。那些习惯保证能够达到赢利预测目标的老总，总有一天会被迫去假造这些数字。②

如何去看年报是一件非常令人头痛，也非常重要的事情。彼得·林奇在其著作《彼得·林奇的成功投资》一书中写道："很多公司年报后来都被扔进了垃圾桶，这丝毫不足为奇。印在光洁的纸面上的文字部分容易理解却往往根本无用，附在后面的数字部分很难理解却相当重要。"

彼得·林奇有一种方法可以让你短短几分钟就能从年报中找到一些有用的信息，他阅读一份年报通常也只需要几分钟时间。由于年报披露的信息、内容是针对各种性质的读者，所以作为普通投资者所想要了解和研究的主要内容、信息往往集中在年报的几个重要部分中的少数地方，抓住了这些

① 刘建位．巴菲特最爱：这些书籍让我拥有了股神的能力．中国证券报，2007－01
② 于剑．巴菲特投资语录．哈尔滨出版社，2008－11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分的要点，投资者就可对上市公司基本情况有一个初步的了解。这些信息主要集中在会计数据和业务数据摘要、董事会报告、财务报告三部分。在看公司年报时，彼得·林奇会直接翻到合并资产负债表。

投资大师安东尼·波顿同样表示："研究可以从公司的资产负债表开始，从资产负债表可以发现公司的优劣势。我的经历告诉我，大部分巨额的投资亏损都是忽视不健全资产负债表的结果。良好的资产负债表，包括可控的负债及资金充裕的退休金计划，都是公司轻松渡过难关的保证，而拥有繁重债务的公司在遭遇难关时则没有那么走运。同时，无论是在繁荣时期还是在困境，稳健的资产负债表亦可轻易为公司的增长及经营提供融资，而无须再向股东筹资。

"当然，资产负债表只是研究的部分内容。一直以来，我都坚持每天至少会见两至三家公司的管理者，并且保存会谈时的手写笔记。深入了解公司管理者对工作的坦诚程度、其竞争优势、是否充分履行对投资者的承诺、执行计划及目标时是否始终如一等信息十分重要。现在，我有 50 多本写满以前会谈笔记的笔记本，再次与公司管理者面谈时，这些笔记非常有用。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读一：美国投资大师威廉·欧奈尔

何谓真正的损失

“不能将股票卖出，因为我不想承受损失。”之所以这样说，是因为你认为自己的期望会对股票市场产生一定的影响，但股票并不知道你是谁，也并不在乎你的希望与想法。

而且损失并非是由抛售带来的，它在此之前就已经发生了。如果你觉得只有抛出股票才能招致亏损的话，那就是在自欺欺人。账面上的损失越大，实际损失也就越大。如果以每股40美元的价格买入100股稳赢化学公司的股票，而它当前股价为28美元，那也就是说，你花费4000美元换来了价值2800美元的东西，亏损了1200美元。不论你是将股票转变为现金还是继续持有，它仍然只值2800美元。

即使并未将股票抛出，但股价下跌时就已经造成了损失。相反，如果将股票抛出，你就可以持有现金，并且可以以更为客观的态度去思考未来的事。

如果你对于亏损仍然执迷不悟，就还是过于情绪化而没能理清思路。你为自己找了一个看似合理的理由：“股价不会再低了。”但是，请记住一点，还有很多别的股票可供选择，而且挽回损失的概率也更大。

还有另外一个建议能帮你决定是否该将股票抛出：假装自己并没有买过股票，而是在银行存了2800美元。然后这样问自己：“我现在真的想买这只股票吗？”如果你的答案是否定的，为什么还要继续固执地持有它呢？

毫无例外地将损失控制在成本的7%或8%

个人投资者应该明确坚守这样的规则：将每只股票的最大损失限定在初始投入资本的7%或8%。机构投资者通过大量以及广泛投资来减少自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的总体风险，这使得他们无法迅速地买卖股票，因此也就不能遵守这样一个止损方案。而作为灵活果断的个人投资者，你则具备机构投资者所不可比拟的优势，好好把握这一优势吧！

哈顿公司（E. F. Hutton）已故的杰拉尔德·勒伯（Gerald M. Loeb）当初撰写其最后一部关于股市的著作时曾经来拜访过我，我们愉快地探讨了以上观点。在他的第一部书《投资存亡战》（*The Battle for Investment Survival*）中，勒伯主张在亏损10%时进行抛售。我感到好奇，并询问他自己是否也一直遵守10%的止损原则。他回答说："我倒是希望自己能够在亏损远没有达到10%时就赶紧脱身而出。"要知道，勒伯在股市中赚了几百万美元。

佐治亚州亚特兰大市的阿斯托普咨询公司（Astrop Advisory Corp.）的总裁比尔·阿斯托普（Bill Astrop）在10%止损方案的基础上稍微作了一些改动。他认为，个人投资者在股价低于买入价5%时就应抛出一半股票，而低于10%时则应全部抛掉。这个建议是合情合理的。

为了保护自己的血汗钱，我认为亏损的底线应该为7%或是8%。如果你受过严格的训练，并且能够迅速行动，平均总损失不应该超过5%或6%。而如果能将自己的平均错误与损失都控制在这个范围内，投资者则会像对手无法在其面前传球的橄榄球队一样坚不可摧。试想一下，如果没有放弃过多的首次进攻权，你怎么会被过多的首次进攻击败呢？

现在告诉大家一个重要的秘诀：如果通过线图来使自己的买入时机精确定位于合适的价格形态（价格调整区域）上，你的股票就基本上不会比买入价低8%。一旦超出这个界限，就说明，要么是投资者择股不当，要么就是大盘要开始下跌了。明白了这一点，对于你未来的成功至关重要。

芭芭拉·詹姆斯（Barbara James）是一名《投资者商业日报》（欧奈尔所创办的报纸）的订阅者，她曾几次参加我们的讨论会。纵横于房地产生意20年后，她开始涉足投资领域，但对股票一无所知。芭芭拉最初只是采用《投资者商业日报》所提供的规则模拟炒股，不错的结果终于让她有信心亲身体验投资的乐趣。当时是20世纪90年代后期，大盘似乎只会一味上涨。芭芭拉使用《投资者商业日报》规则所买入的第一只股票是易安信公司。到了2000年将其抛出时，她已经取得了1300%的收益。除此之外，她买入的盖普公司的股票也上涨了200%还要多。现在，芭芭拉通过在过去10年间遵循《投资者商业日报》提供的意见所取得的收益已经让她可以自食其力地买房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买车了。7%的止损规则使她能够充分利用市场上涨的优势。而2007年秋季股市开始调整之前，她已经买入了3只符合CAN SLIM原则（欧奈尔的选股投资法则）的股票，它们分别是：芯源系统有限公司（Monolithic Power）、中国医疗（China Medical）以及圣犹达医疗公司（St. Jude Medical）。她说："我都是恰好在中轴点时买入了这些股票，后来又在7月和8月股市进行调整时被迫将其抛出。我很开心只亏损了7%或8%，多亏了卖出规则，要不然我肯定会倾家荡产，也不能为下一轮牛市积蓄力量了。"

赫伯·米切尔（Herb Mitchell）是另一名《投资者商业日报》的订阅者，他在2009年2月曾对我们说："买入和卖出规则，尤其是后者，总是屡试不爽。我花了好几年的时间总算将它们参透，而其成效也随之开始显现。2008年的大部分时间里我都在冷眼旁观股市，而我的一些朋友却亏损了至少50%，个人退休金账户里凭空少了几千美元。对于我在这样的情况下仍能赚取5%的利润，他们都由衷赞叹。我觉得自己本可以做得更好，但人就是这样，要在实践中不断学习。"

比如，在1987年10月崩盘之前，投资者们本来有充足的时间去抛售股票，从而减少损失，因为股票市场调整实际开始于8月26日。如果你愚蠢到试图通过在熊市中买入股票来救市，那至少要将自己的绝对止损点提高到3%或4%。

使用这一技巧多年之后，随着选股和选时能力的提高，你的平均亏损也会有所降低，并且能够学会跟进那些表现最好的股票。投资者需要花费许多时间来学习如何在股价上涨时保险地跟进，但这种理财方法能迫使你将资金从涨势缓慢的股票转移到强势股中。我把它称为"强制进食"。这样一来，你最后会在亏损还不到7%或是8%时就将股票抛出，因为需要在强劲的牛市中筹集资金来追加投资于那些表现最好的股票。

切记：7%或8%是绝对止损底线。必须毫不犹豫地抛售，既不要浪费几天时间去观望，也不要空怀希望认为股价会回升，更不要等到当天收盘时再有所行动。亏损已达7%或8%，这一事实本身才是影响你现在处境的唯一因素。

一旦投资业绩遥遥领先，并取得了不错的收益，你就可以给所买股票多一点空间，使其可以在达到最高价后进行正常的波动。此时，千万不要因为股价低于最高点7%或8%就将其抛出。区分这一点与上述止损底线两者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同是十分重要的。

在前一种情况下，你的出发点可能就是错的。所买股票的表现未能如你所愿，而且下跌到买入价以下。辛苦赚来的钱开始亏损，而且情况可能越来越糟糕。在后一种情况下，出发点是正确的，股票的表现越来越好，你因此也取得十分可观的收益。既然如此，就可以在牛市中多给这只股票一些波动的空间，这样你就不会在市场调整幅度达10%～15%时被淘汰出局了。

但是也不要在价格过高时买入。问题的关键在于，应该恰好在突破点买入，从而降低股价会下跌8%的概率。

（本文摘编自：（美）威廉·欧奈尔．宋三江，译．笑傲股市．机械出版社，2010－01）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读二：股票内在价值的评估规则

显然，分析家不可能永远正确。某一结论可以在逻辑上是成立的，但在实际应用时却效果很差。造成这种结果的原因主要有3个：数据不足或不准确、未来的不确定性、市场的非理性行为。

——本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆认为，对股票内在价值的评估是困难的。因为许多分析、预测在逻辑上是成立的，可是由于种种因素的影响，实际应用时效果却很差。但即使如此，也并不表明这种分析、预测就是没价值的。

因为谁都无法否认，当投资者在寻找那些价值被低估或高估的股票时，首先考虑的就是这只股票的内在价值究竟是多少。否则，他又用什么来作比较呢？

格雷厄姆认为，无论什么样的股票，评定其内在价值时都应当遵循一定的规则来进行。总体来看，这些规则包括以下11条：

1. 内在价值评估应当建立在对该股票收益能力的预测基础上

只有首先对该上市公司的预期收益能力作出客观预测，然后赋予合适的市盈率倍数，才能得到合理结果。如果有必要，还要调整其资产价值。

2. 收益能力的预测需要一个合理期限

格雷厄姆认为，这个期限一般是未来7年。也就是说，一般需要对该上市公司未来7年的平均收益作出预测。

3. 预测基础是对美元数量和利润率的统计分析

他认为，对股票内在价值的评估所依据的未来收益能力，其预测基础应当是过去7~10年中美元数量和该公司利润率的实际业绩。

4. 股价预测应当有适当调整

根据上述办法对上市公司的未来股价作出预测，需要考虑通货膨胀因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素和资本额变动关系，对得到的数据进行调整，以更符合实际。

5. 市盈率倍数应该反映未来收益更长期的变化

格雷厄姆说，由于股票预测和每一位投资者的偏好有关，所以对市盈率倍数的选择应当尽可能符合实际，并在一个合理范围内。

他认为，一般情况下，市盈率的选择倍数应该在8～20倍之间，比较合理的是12倍；同时，可以根据基本利率变动作适当调整。

为什么确定是12倍呢？这是因为，这种8～20倍的"中立预测"，表明该股票每年的预期收益增长率不超过2%，这在一般情况下是比较符合实际的。

6. 当有形资产价值小于收益能力价值时，收益能力价值会降低

所以他建议，实际预测过程中，当收益能力价值超过资产价值2倍时，需要把收益能力价值减少1/4。

7. 净流动资产价值可能会超过收益能力价值

如果出现这种情况，这时候有必要把收益能力价值提高到最后估定价值的50%以上。

8. 对不可控制因素的考虑

对于上市公司来说，并不是所有因素都可以自我控制的，例如发生战争了，从战争的发生到结束，因为战争得到的收益或损失，公司就无法控制。甚至上市公司对自己租赁来的资产使用权、期限也无法控制。当然，具体预测时，只能尽可能考虑那些可以控制的因素。

9. 如果公司优先股总量较大而不够均衡，则重点是调整企业总价值

例如，有些上市公司的资本化结构具有很大投机性，这时候首先要以公司承认的主要债权经营价值为基础，在优先股和普通股之间分配。如果其中有可能涉及企业不可控制因素，应该对公司总价值而不是每股基价进行调整。如果该公司只有普通股而没有优先股，那就要先确定公司总价值。

10. 股票预测价至少要超过市场价1/3才有投资价值

格雷厄姆认为，经过上述预测得到的预测结果，只有超过当前股价1/3以上，这只股票才具有投资价值。

如果两者之间相差较小，就会削弱投资价值。不过，这时候这种预测仍然可以作为投资分析、决策的依据。例如，如果差额很小甚至内在价值已经大大低于目前股价，这时候就可以据此作出卖出股票的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11. 股票投机性越强，预测准确度越低

格雷厄姆说，无论什么情况下，股票的投机性越强，人们对这家公司所作出的预测准确度就越低。尤其是那些成长型股票，它们的总价值中有相当一部分是投机成分，投资者很难对此作出可靠预测。

【格雷厄姆智慧结晶】

格雷厄姆认为，要衡量某只股票价格高低，首先必须依据一定规则对其内在价值进行评估。虽然这种评估很难做到精确，甚至很难符合实际，但却是重要的。

（本文摘编自：严行方．华尔街教父格雷厄姆投资智慧全集．金城出版社，2008－09）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

在别人恐慌时贪婪

我们欢迎市场下跌，因为它使我们能以新的、令人感到恐慌的便宜价格买到更多的股票。

市场狂跌时拥有比较大的安全边际，是低价买入股票的最好时机。

想要有超额的报酬一定要等到资本市场非常惨淡，整个企业界普遍感到悲观之时，机会才会出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告26：在市场恢复信心之前投资

每次危机都是买入的绝好时机。

巴菲特是全球投资界的一个传奇。凭借着对投资的独特看法，他几乎能够在任何一次危机中寻找到投资的机会，并化危险为机遇，比如对可口可乐、吉列等企业的投资。这些投资让他获得了巨大的利润。

世界头号基金经理彼得·林奇说："在这些令人惊惶的时期，如果你有足够的勇气在内心喊着'卖出'时仍镇静地买入，你将抓住你曾认为不会再出现的良机。"

巴菲特是用行动佐证自己言论的实践家。在半个多世纪的投资生涯中，巴菲特一直都恰到好处地把握了时机。

1973年1月11日，标准普尔500指数最高121点，1974年10月4日，标准普尔500指数最低60点，暴跌50%。股市暴跌，所有人纷纷低价抛售。巴菲特早在1969年9月就退出股市，然后一直抱着现金，等待估值过高的股市暴跌。但他没有想到的是，虽然一年之后的1970年5月26日股市最低跌到68点，但又迅速反弹，连续上涨两年多，1973年1月11日，标准普尔500指数最高121点。之后才开始下跌，直到1974年10月4日，标准普尔500指数最低60点。巴菲特等待暴跌，一等就是5年。等了那么久，终于到了出手的时机。巴菲特在接受《福布斯》的记者访问时说：

我觉得我就像一个非常好色的小伙子来到了女儿国。投资的时候到了。①

回顾1973年和1987年两次大股灾，巴菲特先后将华盛顿邮报和可口

① 刘建位．巴菲特淡定面对一生中四次暴跌．金融实务，2011－02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可乐收入囊中。由于巴菲特在逆势投资的激进风格，到了1974年巴菲特成了“现金穷人”。但正是他这种逆市投资大手笔使他登上了美国首富的宝座。

2008年，面对百年不遇的全球金融危机，巴菲特同样认为这正是投资的时机，他在《纽约时报》专栏的一篇文章中亲笔写道：

有一点我要澄清，我并不能对股市短期的变动作出预测，所以我从不敢妄言在一个月或一年内，股票的涨跌情况会是什么样子。但是在经济复苏或者市场恢复信心之前，股市很可能会出现上涨甚至大涨。假如非要等到知更鸟叫，最好的反弹时机就会被你错过了。

巴菲特表示虽然美国经济处于“糟糕”的状态，但他正在购买美国股票。巴菲特说：

这将扫清市场上的阴云。

当危机发生时，巴菲特看到了市场对他的呼唤，但是对他而言，此时的选择更应当谨慎。在2008年金融危机爆发时，雷曼兄弟公司向巴菲特求援，他不为所动，但当高盛把电话打过来，正喝着樱桃可乐的巴菲特只用了15分钟就敲定了50亿美元的高盛投资计划。巴菲特在一份声明中说：

高盛是一家杰出机构，它拥有无与伦比的全球网络、举世公认的管理团队以及人力和财务资本，这些使它能够延续杰出表现。

高盛只是巴菲特抄底的其中一个公司，早在2008年7月，巴菲特就出资30亿美元资助陶氏化学并购罗门哈斯化学。同年9月18日，巴菲特再花47亿美元，买下“星牌”能源集团公司若干股权。9月21日，巴菲特动用10亿美元购买日本东芝(Tungaloy)公司71.5%股权。而后，巴菲特利用其旗舰公司伯克希尔·哈撒韦又相继宣布收购了比亚迪。随后的10月2日，巴菲特又宣布将收购通用电气(GE)30亿美元永久性优先股。巴菲特在接受CNBC电视台采访时表示：

我已经观察通用电气这家公司很久了。现在的市场给我们提供了大量的投资机会，而这在6个月或者1年之前是难以想象的。

短短几个月的时间，巴菲特控制资产累计投资超过300亿美元。但是巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特出手并不意味着股市见底。因为从历史上看，巴菲特从来就不是一位抄底高手。他从不抄底，只是在市场恢复信心之前投资。

在每一场危机中，巴菲特恰好把握住了低价买入的机会，他认为：

市场当前提供给我的机会是半年或者1年前根本不可能出现的，因此我将资金投了进去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告27：股票是通货膨胀时期的最好选择

通货膨胀一般指在纸币流通条件下，因货币供给大于货币实际需求导致货币贬值，而引起的一段时间内物价持续而普遍地上涨的现象。巴菲特始终认为通货膨胀是一个政治现象而非经济现象，因为迄今为止，仍然没有对政府支出进行严格限制。钞票的不断印刷推动通货膨胀率越来越高。曾有人抱怨在通货膨胀环境下所投资的巴菲特旗下公司股票收益减少，巴菲特对此的回应是：

我们仍将继续努力地管理企业内部的事务，但大家必须了解外界通货膨胀的变化强烈地影响着公司的真实投资回报。

巴菲特不会因为通货膨胀而不投资股票，巴菲特这样解释他为什么即使在高通胀时期仍然持股：

部分原因在于我的习惯，部分原因仅仅在于股票代表着公司，而拥有公司比拥有黄金或农田要有趣得多。此外，股票可能是在通货膨胀时期，那些可供选择的少得可怜的投资对象中最好的选择——至少如果你能以合适的价格买进，它们会是很好的投资对象。

巴菲特深知不能从通货膨胀中获利，转而寻找其他方法予以规避那些会被通货膨胀伤害的公司。什么样的公司能够战胜通货膨胀，由于巴菲特过于了解通货膨胀对投资回报的影响，所以巴菲特给出一个极其经典、极其有实践指导意义的什么公司可以战胜通货膨胀的答案。

购买高利润公司的股票实际上是对通货膨胀的对冲。高利润公司信用评级很高，但它对债务资本的需求却相对较少。那些获利能力较差的公司最需要资金，却得不到足够资金的支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1981年致股东信中，巴菲特提到，其旗下伯克希尔·哈撒韦公司收购的两类公司结果非常亮丽，其中一类恰好是能够很好地适应通胀环境的企业。这类企业必须有两个特点：

一是很容易去调涨价格（即使是当产品需求平缓而产能未充分利用也一样）且不怕会失去市场占有率或销货量；二是只要增加额外少量的资本支出，便可以使营业额大幅增加（虽然增加的原因大部分是因为通货膨胀而非实际增加产出的缘故）。近十几年来，只要符合以上两种条件（虽然这种情况不多），即使是能力普通的经理人也能使这项购并案圆满成功。

巴菲特认为，需要大量固定资产支出来维持经营的企业往往会受到通货膨胀的伤害；需要较少的固定资产支出的企业也会受到通货膨胀的伤害，但伤害程度要小得多；经济商誉高的企业受到的伤害最小。按照巴菲特的说法，只有具有持续竞争优势的企业才是超级明星企业。而这些超级明星企业的持续竞争优势，体现在其财务报表上的最明显特征是：拥有历史悠久的、影响力巨大的无形资产，对有形资产需求相对较少，能够产生远远超过产业平均水平的投资回报率。这种超额赢利的资本化价值就是“经济商誉”。①

在1983年致股东信中，巴菲特指出：

虽然长期以来人们认为那些自然资源、厂房、机器或其他有形资产丰富的企业最能提供通胀保护，但情况并非如此。任何需要有形资产净支出进行运营的无杠杆企业均将受到通胀伤害。需要很少有形资产支出的企业受通胀伤害最小。重资产企业通常回报率低，其回报率通常不足以满足通胀带来的企业现有业务运营的资金需求，没有剩余资金来支持真实增长、向股东分配股息、获得新业务。相比之下，在通胀岁月中积累的大量财富中，那些对有形资产需求较小、拥有持久价值的无形资产的企业占比较大。在通胀时期，经济商誉（而非会计商誉）能够持续创造价值，因为真实经济商誉的名义价值通常与通胀成比例增长。

---

① 诸葛立早．上市公司要看重自己的“经济商誉”．上海证券报，2008－02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告28：在资本市场非常惨淡时买入

巴菲特把股票当做普通商品来对待。巴菲特认为，买股票其实和买打折电器本没有太大的分别，只要有耐心，就有机会买到价廉物美的好东西。

格雷厄姆特别强调购买时机，他认为投资者应当力争在股票价格最低的时候再买入。巴菲特虽然也认为投资者应当耐心等待买入时机，但认为不应当奢求在最低点买入，只要有足够的安全空间，就可以交易。

我们欢迎市场下跌，因为它使我们能以新的、令人感到恐慌的便宜价格买到更多的股票。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

市场狂跌时拥有比较大的安全边际，是低价买入股票的最好时机。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

想要有超额的报酬一定要等到资本市场非常惨淡，整个企业界普遍感到悲观之时，机会才会出现。

巴菲特在股市行情暴跌时买进股票的例子以华盛顿邮报最具代表性。在伯克希尔公司1985年的年报中回顾投资华盛顿邮报时，巴菲特指出：

1973年中期，我们以不到企业每股商业价值1/4的价格，买入了我们现在所持有的华盛顿邮报全部股份。其实计算股价/价值比并不需要非同寻常的洞察力。大多数证券分析师、媒体经纪人、媒体行政人员可能都和我们一样估计到华盛顿邮报的内在商业价值为4亿~5亿美元，而且每个人每天都能在报纸上看到它的股票市值只有1亿美元。我们的优势更大程度上在于我们的态度：我们已经从格雷厄姆那里学到，投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣时买入其股票。

但在1997年年报中巴菲特坦承：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当初我们靠着在20世纪七八十年代股价低迷时所做的一些投资，确实让我们赚了不少，这是一个对股市短暂过客不利却对股市长期住户有利的市场。近几年来，我们在那个年代所作的一些投资决策陆续获得了验证，不过现在我们却找不到类似的机会。

巴菲特认为，如果没有合适的投资机会也要耐心地等待，绝不要匆忙地买入一家没有前途的公司：

投资者的买价决定投资回报率的高低，投资者应该时刻把这个关键因素牢记在心……我从不购买价格并不明显低于企业价值的股票。

如果股市一直在上涨，什么时候进入都是赚钱的，越早进入赚钱越多；如果股市一直在下跌，那么什么时候介入都是亏损的，越早进入亏损越大。可是如果你想长期持股，就应当在股市低迷时进入，这时候买入股票的成本更低。

你应该先决定想进入的行业，并在一个能使你获利的适当价格时买进。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

以一般的价格买入一家非同一般的好企业要比用非同一般的好价格买下一家一般的企业要好得多。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

投资者操作应遵守愈买愈少的原则，在股市冷清之时买入，当股价上涨之后，如果看不准，就不要再加码，先试探一下，确信还能持续上涨几天时才可买进，但量一开始要小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告29：最好的投资时机是优秀企业出现危机时

巨大的投资机会来自于优秀的公司被不寻常的环境所困，这时会导致这些公司的股票被错误地低估……对我们来说，最好的投资机会来自于一家优秀的公司遇到暂时的困难时，当它们需要进行手术治疗时，我们就买入。

当好的公司被一些坏消息困扰，而其价值又被市场严重低估时买入股票，这是巴菲特惯用的一点。例如，大型专案失败或产品中发现了不良产品时，不论是多么优秀的企业，股价也免不了会跟着下跌。但对投资者而言却是千载难逢的投资机会。

当一些大企业暂时出现危机或股市下跌，出现有利可图的交易价格时，应该毫不犹豫地买进它们的股票。

当然，如果股价下跌是因为企业的非法行为或其他任何致命性原因导致，那又另当别论了。

巴菲特牢记老师格雷厄姆所说的：股票市场上充斥着抢短线的投机者，他们唯利是图，一旦看到某只股票处于困境就会纷纷抛出，从而导致股价迅速下跌。巴菲特认为，对于长期投资者来说，遇到这种情况正是买入股票进行长期投资的好机会。

巴菲特举例说，如果有一家小型滑雪场，已经连续经营了30年，每年的净利润大约都是40万美元。在这么长的一个时期内，总会有几年的下雪量很大，也有几年的下雪量很小甚至根本不下雪。面对这样的上市公司，你不能因为某一年度没有下雪，这个滑雪场没有收入就看低这家公司的股票价格。

在巴菲特看来，股价大跌恰好会形成巨大的安全边际，此时正是投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低价买入的最好时机。当企业解决问题以后，市场重新认识到它的实际价值，股价就会大幅回升，从而让投资者立于不败之地。

美国运通公司

巴菲特几乎所有的重仓股都是在这些大公司遇到重大危机时低价买入的，比如像（美国）政府雇员保险公司，当它面临破产时，巴菲特低价买入，在20年的时间内赢利超过50倍。

美国运通公司创建于1850年，是国际上最大的旅游服务及综合性服务、金融投资及信息处理的环球公司。20世纪60年代，美国运通遇到了极大的危机，损失金额接近两亿美元。危机爆发后，华尔街出现了抛售美国运通股票的高潮，1964年初，短短的一个多月，股价就从60美元跌到了35美元，跌幅40%。但巴菲特发现商人们依旧在接受美国运通信用卡，由于这些信用卡仍有信誉，美国运通的整个帝国依然完整无缺。①

巴菲特在1994年的年报中写道：

我的美国运通故事包括好几段。20世纪60年代中期，美国运通股价受到色拉油丑闻事件的打击而一蹶不振，我们将巴菲特有限公司（巴菲特早年成立的公司）40%的资金投资购买该公司股票，这是合伙企业有史以来最大的投资，我要补充一点，我们当时花了1300万美元，持有该公司5%的股份，在我写下这段文字之际，我们花了13.6亿美元，所持的股份尚低于10%（美国运通在1964年赚了1200多万美元，1994年赚了14亿美元）。

我和美国运通公司的IDS单位渊源更久，现在IDS的盈余占该公司总收入的1/3，我于1953年首度购入IDS股票，当时其成长相当迅速，市盈率只有3倍，在那个时代，许多优异的股票价位仍然不高。

美国运通公司和IDS（1995年重新命名为美国运通金融顾问公司）显然不可和当年同日而语，尽管如此，我觉得在评估一家公司时，如果对该公司与其产品有所认识，则必定大有帮助。

在巴菲特第一次购入运通股价后，时隔31年，美国运通的股价再一次出现暴跌，巴菲特又一次出手，结果是又一次胜券在握。巴菲特表示：

当一家有实力的大公司遇到一次巨大但可以化解的危机时，一个绝好

① 黄硕．招商银行：可否将你比作巴菲特手中的美国运通．昆仑证券，2004－09

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资机会就悄然来临。

富国银行

1990 年加利福尼亚可能发生大地震，导致大量发放房贷的银行股暴跌。富国银行出现重大问题的可能性很小，但市场对于加利福尼亚出现类似于新英格兰地区的房地产灾难的恐慌，导致富国银行股票在 1990 年的几个月内狂跌了几乎 50%。然而这时，巴菲特乘机以 2.9 亿美元买入 500 万股，平均成本为每股 57.89 美元。此后的事实证明巴菲特的判断多么具有前瞻性：2004 年巴菲特持有的富国银行市值 35.08 亿美元，而其投资成本仅为 4.63 亿美元，十余年投资收益率高达 658%！

就算公司可能有较长的低迷期，而且美国经济何时复苏不得而知，但凭借较强的成本控制能力和中间业务拓展能力，巴菲特相信富国银行具有较高的投资价值。

1991 年富国银行不良贷款拨备急剧上升至 13 亿美元，是上一年的 4 倍多，几乎超出巴菲特预测的两倍。巨额拨备支出使当年富国银行几乎陷入亏损境界。1992 年富国银行依然低迷，拨备仍然高达 12 亿美元，最终净利润相比 1990 年仍然下滑了 71%。巴菲特 1992 年和 1993 年继续增持公司股票，买入均价分别是 67 美元和 98 美元，相当于市盈率 15.2 倍和 9.89 倍。富国银行 1990 年末股价下跌后就顽强走强，在 1991 年股价已经比 1990 年末的水平上升了 129%，而且后来富国银行一直走强。最终成就了一个教科书般完美的投资案例。

在 1994 年伯克希尔的年报中，巴菲特就称赞富国银行说：

在拥有 530 亿美元资产的富国银行，我们持有的 13% 的股权大概就等于是一家拥有 70 亿美元资产同时每年获利 1 亿美元的银行。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

1990 年我们买进富国银行得益于当时一片混乱的银行业股市行情……在投资者纷纷抛出银行股的风潮中，我们才得以仅仅投资 2.9 亿美元的低价买入富国银行 10% 的股份，我们买入的股价低于税后利润的 5 倍，而且低于税前利润的 3 倍……加利福尼亚的银行面对的第一个重大风险是一场大地震，因为大地震可能会对借款人的经营带来很大冲击，从而殃及贷款给他们的银行。第二个风险是系统性风险，业务萎缩或者金融恐慌是如此严重，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于几乎对每一家以高杠杆比率经营的机构都造成危险，而无论他们以前经营得多么良好。最后，目前市场上最大的恐慌是，西海岸房地产价值会因为过度开发而暴跌，从而使那些为这种扩张提供贷款的银行带来巨大的损失。尤其是富国银行作为房地产贷款人的领导者，投资者认为其非常可能遭受重大打击。这些危险发生的可能性不可能根本排除。但是前两种情况发生的可能性较低，即使房地产价值的大幅下跌也不可能给管理良好的金融机构造成重大的损失。

美国政府雇员保险公司

在企业发生特殊事件时买进股票的案例则以美国政府雇员保险公司((美国)政府雇员保险)最具代表性。美国政府雇员保险公司是美国第七大汽车保险商，主要为政府雇员、军职人员等成熟稳重、谨慎的人提供汽车、住房以及财产、意外伤亡保险。从1972年开始，该公司的管理人员实施一系列并不成功的措施，致使股价不断地下跌。巴菲特回忆道：

伯克希尔在1976年下半年买进大量的政府雇员保险公司股份，之后又小幅加码，到1980年底我们总共投入4570万美元取得该公司33.3%的股权。然而在往后的15年内，我们并没有再增加持股。不过由于该公司不断地购回自家公司股份，使得我们在政府雇员保险公司的持股比例逐渐增加到50%左右。然后到了1995年，我们同意以23亿美元买下另一半原来不属于我们的股份，这实在是天价。不过它让我们可以百分之百地拥有一家深具成长潜力的企业，且其竞争优势从1951年到现在一直都维持不变。

1980年，巴菲特在美国政府雇员保险公司的投资增值了123%。按市值已是1.05亿美元，美国政府雇员保险公司成为巴菲特当时持股最大的公司。

巴菲特认为，股市发展是不理性的，所以哪怕最优秀的公司也会冷不丁地出现一点问题；而当大公司出现股价猛跌时，投资者就有必要特别关心一下这家公司是否遇到了重大而暂时的困难。如果是这样，就能证明最佳投资机会已经来到了。

当然，选择处于危机中的公司的股票，也存在着风险性，如果对情况判断失误，公司倒闭，股票清盘，投资者往往会遭受重大损失。

巴菲特的导师格雷厄姆认为，与这些因为重大而暂时的困难被严重低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估投资价值的小公司相比，价值被严重低估的大公司更值得投资。并且他认为，集中精力关注这些因为重大而暂时的困难导致价值被严重低估的大公司，是“一种可以证明是最高数额和最有希望的投资途径”。投资者这时候要做的，就是要全神贯注于那些处于不引人注意阶段的大公司。

巴菲特在1996年伯克希尔公司股东手册中指出，市场下跌使买入股票的价格降低，所以是好消息。

我们面临的挑战是要像我们现金增长的速度一样不断想出更多的投资主意。因此，股市下跌可能给我们带来许多明显的好处。首先，它有助于降低我们整体收购企业的价格；其次，低迷的股市使我们下属的保险公司更容易以有吸引力的低价格买入卓越企业的股票，包括在我们已经拥有的份额基础上继续增持；最后，我们已经买入其股票的那些卓越企业，如可口可乐、富国银行，会不断回购公司自身的股票，这意味着，他们公司和我们这些股东会因为他们以更便宜的价格回购而受益。总体而言，伯克希尔公司和其长期股东们从不断下跌的股票市场价格中获得更大的利益。对伯克希尔公司来说，市场下跌反而是重大利好消息。大多数人都是对别人都感兴趣的股票才感兴趣。但没有人对股票感兴趣时，才正是你应该对股票感兴趣的时候。越热门的股票越难赚到钱。只有股市极度低迷，整个经济界普遍悲观时，超级投资回报的投资良机才会出现。

同样，巴菲特在伯克希尔1995年报中坦承投资(美国)政府雇员保险是乘危而入：

20世纪70年代初期，大卫退休后不久，继任的管理层在估算保险理赔成本上犯下了严重的错误，使得公司承保的保单定价过低，后来几乎导致公司破产。幸亏1976年杰克·拜恩加入公司任CEO并采取激烈的补救措施之后，才使公司幸免于难。伯克希尔1976年下半年大量买入(美国)政府雇员保险股票，后来又小幅增持。到1980年底，共投资4570万美元，拥有(美国)政府雇员保险1/3的股权。

此后，巴菲特15年没有增持，但坚持长期持有，一股不卖，逐渐反客为主，成为持股50%的绝对控股股东。1995年巴菲特反客为主，成为完全控股股东：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了1995年,我们同意以23亿美元买下另一半不属于我们的股份。这实在是一个非常高的收购价格。不过只有这样的高价才能让我们百分之百拥有一家高成长性的公司。

私有化后的(美国)政府雇员保险从此成为巴菲特投资王国的核心保险公司之一,其庞大的保费收入为巴菲特提供大量的利润和投资资金来源。①

① 巴菲特传授投资绝招.广州日报,2011-03

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读一：投资大师费雪谈买入时机

费雪是美国经济学家、数学家、经济计量学的先驱者之一。费雪对经济学的主要贡献是在货币理论方面阐明了利率如何决定和物价为何由货币数量来决定，其中尤以贸易方程式（也叫做费雪方程式）为当代货币主义者所推崇。费雪还对经济计量学、价值和价格理论、资本理论以及统计学等有所贡献。费雪对巴菲特投资理念的影响也是非常大的。

一旦投资者确信自己一定发现了优秀的股票，是不是任何时间买入都是很好的时机呢？答案有些依赖于投资者的目的，同时也取决于他的性格。如果买入了正确的股票，并且长时间地持有，那么通常会产生一定的利润，通常它们将产生很可观的利润。然而.为了尽可能产生最大利润，也就是刚刚所说的惊人利润，必须考虑一下对时间的选择。

在选择买入股票的时间上有一种习惯的做法，表面上似乎很合理，但是我认为十分愚蠢。这种方法是整理浩如烟海的经济数据，从这些数据可以得到关于总体商业的短期和中期方向的结论。和商业活动一样，更老练的投资者一般也会形成关于资金比率的未来方向的观点。然后，如果他们对这些问题的预测表明背景条件没有较大的恶化，就会得出或许可以买入想要的股票的结论。有时从一开始就乌云密布，那么使用这一普遍方法的人将推迟或者取消原本计划的购买。

我反对这种做法，不是因为它在理论上不合理，而是由于人类在经济方面的知识可以解决预测商业趋势的问题，在当前的这种形势下，这种方法不可能行得通。它正确的可能性并不足够高，不能保证用作存款风险投资的基础，但是不会一直出现这样的情况。从现在开始，它或许在5年或者10年内不会出现。目前，有能力的人正试图利用电子计算机来建立十分错综复杂的投入产出分析，或许在未来的某个时间，人们可能会以相当精确的程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掌握即将到来的商业趋势是怎样的。

如果出现了这种进步，普通股投资的艺术或许不得不进行完全的修正。然而在那之前，我相信人们会像中世纪炼金术时期的化学科学一样，来看待解决预测商业趋势的经济学。和现在的商业预测一样，那时化学的基本原理刚刚开始从大量神秘和怪诞的事情中显露出来，那些原理能很有把握地作为选择行动方针的基础，不过化学在此并没有达成共识。

如果短期经济前景的常规研究并没有为选择合适的购买时间提供正确的方法，那么什么才能提供正确的方法呢？答案在于成长型股票自身。值得拥有的投资具有哪些基本特征？那些公司一般采用科学技术中最前沿的工作方式。在商业生产的早期，它们通过试生产，在研究室开发各种新的产品或者工艺。这需要花费一定量的成本，同时会耗费商业的其他利润。甚至在这一时期，为了生产足够数量的新产品以达到要求的利润率，额外的销售花费造成的预算外损失可能超过了试生产阶段。

从投资者的立场出发，这里一共有两个方面具有特殊的意义。一是在新产品的发展周期方面，不可能依靠任何确定的时间表。二是即使在管理最出色的企业，失败也是从事商业所花费的成本中的一部分。在体育比赛中，比如篮球，即使是最优秀的联盟冠军也会输掉一部分比赛。

可能公司在利用原有产品获得收益增长上作出了很多努力，而普通的股东没有注意到利润的损耗，然而事实上多次出现相反的状况。当一家运营良好的公司泄露出消息，说它的实验室研究出了引人注目的新产品，急切的买方将拉动公司的股票价格上涨。如果成功地进行了试生产，价格会进一步攀升。很少有人考虑到，进行试生产就像以每小时 10 英里的速度开车行驶在蜿蜒曲折的乡间小路上，而运作产品进入市场就像在同一条路上将速度提高到每小时 100 英里。

随着时间一月月地流逝，运作产品进入市场的困难不断涌现，这些预料之外的花费使得每股收益明显下降。生产陷入麻烦的消息传播开来。没有人能保证，如果能做到的话，问题什么时候可以解决？之前急切的多头变成了沮丧的空头，股票的价格开始下跌。新产品的适应期越长，市场行情越委靡，直到最终传来了顺利运行的好消息，股票的价格马上连续两天上涨。然而在接下来的一个季度，由于特定的销售花费致使净收入进一步下降，股票跌至当年的最低价，整个金融界都流传着管理层犯了错误的消息。利润的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大小和卖出决定没有任何关系。在作出卖出决定的背后，有两个动机，一个是从长期的观点看，似乎有另一家公司更值得看好。除了新产品的引入和复杂工厂的开设，还有一些事情的发生预示着有机会买入优秀公司的股票。例如，一家位于中西部的电子公司以其不同寻常而又出色的劳动关系而著名，仅仅是规模的影响，就使得该公司到了改变处理关系的方法的地步。不幸的是，人员之间的相互影响造成了摩擦、怠工式的罢工和低生产率，在此之前，该公司以其良好的劳动关系和高生产率闻名。就在此时，该公司在判断一项新产品的潜在市场上犯了一个之前很少会犯的错误，收益和股票价格都出乎意料地下跌。

非常能干和聪明的管理层立即制订计划来纠正这种形势，尽管几周之内就能订出计划，但是将计划付诸实施则需花费更长的时间。当这些计划开始显露在收益上时，股票就到达了所谓的买点。

简而言之，投资者应当购买的公司是那些在有能力的管理层的领导下做事的公司。他们做的事情有些一定会失败，有时在成功之前会碰上预料之外的麻烦，投资者应该完全确信这些麻烦是暂时的，而不是永久的。如果这些麻烦导致股票价格大幅度下跌，但是有望在几个月，而不是几年内得以解决，那么在考虑买入该股票时，这个时间可能是相当安全的。

公司选择适当，收益价值就会提高，但是收益的特定增长并没有引起公司股票价格的上涨。我认为无论何时发生这种情况，正确的投资就处在购买范围内。相反，如果没有发生，只要投资者买入的是优秀的公司，从长期来看他仍然能够获利。然而，他最好更有耐心一些，因为获利所需要的时间更长一些，和他最初的投资相比，利润也会相对较少。

这是不是意味着如果一个人有一些资金用来投资，他就应该完全忽视商业周期的未来趋势，用第三章讲述的原则把资金全部投入到他发现的正确的股票上，并且用本章的方法确定理想的买点？可能在他投资之后发生经济的萧条，因为在一般的商业萧条中，即使是最好的股票也很容易从最高点下跌40%～50%，所以是完全忽视商业周期还是采取有一定风险的策略呢？

我想这种风险是可以忽略的，在相当长的一段时期内，他的股票都是精挑细选的结果。如果选择适当的话，这些股票现在就可以带给他相当丰厚的资本收益。但是现在，或许是因为他认为应该卖出手中的某只股票，或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为可以支配一些新的资金，这样的投资者就有资金购买新的股票。除非遇上股票市场中充斥着混乱的投机性购买，以及重要的经济风暴信号呼啸而至的年份（比如1928年和1929年），我相信这类投资者应该忽视对整体商业和股票市场的即将来临的趋势的任何猜测。相反，一旦出现合适的买入机会，他就应该投入适当的资金。

（本文摘编自：（美）菲利普·A. 费舍. 怎样选择成长股. 地震出版社，2007-06）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读二：投资大师江恩二十四条常胜选股法

威廉·江恩(William Dilbert Gann,1878—1955),美国证券、期货业最著名的投资家,最具神奇色彩的技术分析大师,20世纪20年代初期的传奇金融预测家,20世纪最伟大的投资家之一。纵横投机市场达45年,他一生中经历了第一次世界大战、1929年的股市大崩溃、20世纪30年代的大萧条和第二次世界大战,在这个动荡的年代中赚取了5000多万美元利润,相当于现在的10亿多美元。

1. 资金的使用量:将你的资金分成10等份,永远不在一次交易中超过1/10的资金。

2. 设止蚀单:永远在离你成交价的4点处设置止蚀单,以保护投资。

3. 永远不让赢利变成损失,你一旦获得3~5点或更多的利润,请立即用止蚀单,这样你就不会有资本的损失。

4. 永不过度交易,这会破坏你资金的使用规则。

5. 不要逆势而为,如果你根据走势图无法确定趋势何去何从,就不要买卖。

6. 不要在看不准行情时就退出,也不要在看不准行情的时候入市。

7. 仅交易活跃的股票。

8. 平均分摊风险,如果可能的话,交易四五只股票。

9. 不要限制委托条件或固定买卖价格,用市价委托。

10. 若没有好的理由,就不要平仓,用止蚀单保护你的利润。

11. 累积盈余:如果你进行了一系列成功的交易,请把部分资金划入你的盈余账户,以备在紧急情况之下或市场出现恐慌之时使用。

12. 永不为了一次分红而买卖股票。

13. 永不平均分配损失,这是交易者犯下的最糟糕的错误之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14. 永远不要失去耐心而出市，也不要因为急不可耐而入市。

15. 避免赢小利而输大钱。

16. 不要在进行交易的时候，撤销你设置的止蚀单。

17. 避免入市过于频繁。

18. 愿意卖的同时也要愿意买，让你的目的与趋势保持一致，并从中获利。

19. 永远不要因为股价低而买入，或因为股价高而卖出。

20. 小心在错误的时候加码，等股票活跃并冲破阻力位，再加码买入。等股票跌破主力派发区后，再加码放空。

21. 永不对冲，如果你做多一只股票，而它开始下跌，就不要卖出另一股票来补仓，你应当离场认赔，并等待另一个机会。

22. 挑选小盘股做多，挑选大盘放空。

23. 若没有好的理由，就不要在市场中变换多空位置。在你进行交易时，必须有某利好的理由或依照明确的计划，然后不要在市场出现明确转势之前离场。

24. 避免在长期成功或赢利时增加交易。

（本文摘编自：江恩二十四条常胜选股法. 搜狐证券，2010－01）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

尽可能少地进行股票交易

我认为投资者应尽可能少地进行股票交易。一旦选中优秀公司大笔买入之后，就要长期持有。

传统的投资策略讲究多元化与高周转率。由许多只股票组成的投资组合每天都会发生变化，不断频繁地买进卖出是其鲜明的特色。我非常反对这种不断变化投资组合的做法，因为投资者只有耐心持股，才有机会在长时间里获得超出一般指数的投资业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告30：烦躁而频繁地买卖是投资大忌

考虑到我们庞大的资金规模，我和查理（巴菲特的老搭档）还没有聪明到通过频繁买进卖出来取得非凡投资业绩的程度。我们也并不认为其他人能够这样像蜜蜂一样从一朵小花飞到另一朵小花来取得长期的投资成功。我认为把这种频繁交易的机构称为投资者，就如同把经常体验一夜情的人称为浪漫主义者一样荒谬。

巴菲特在伯克希尔公司1983年的年报中详细讨论了股票频繁交易带来的巨额交易成本以及股东财富的惊人损失。

股票市场的讽刺之一是强调交易的活跃性。使用“交易性”和“流动性”这种名词的经纪商对那些成交量很大的公司赞不绝口。但是投资者必须明白，对在赌桌旁负责兑付筹码的人来说是好的事情，对客户来说未必是好事。一个过度活跃的股票市场其实是窃贼。

例如，请你考虑投资一家净资产收益率是12%的公司。假定其股票换手率每年高达100%，每次买入和卖出的手续费为1%，以账面价值买卖一次股票，那么我们所假设的这家公司的股东们总体上要支付公司当年资产净值的2%作为股票交易的成本。这种股票交易活动对企业的赢利毫无意义，而且对股东来说意味着公司赢利的1/6通过交易的“摩擦”成本消耗掉了。

所有这些交易形成了一场代价相当昂贵的听音乐抢椅子游戏。如果一家政府机构要对公司或者投资者的赢利征收16.66%的新增税收，你能想象这会导致公司和投资者痛苦的反应吗？通过市场过度活跃的交易行为，投资者付出的交易成本相当于他们自己对自己征收了这种重税。

在股市中，每当一轮行情过去之后，总能听到类似悔恨过早卖出股票的声音。如果投资者对过早抛出股票感到后悔，不仅是选股水平的高低，更是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资心态问题。特别是在经历过大熊市后，好不容易盼来上涨行情，投资者恨不能手脚并用，把能看到的钱都快速赚到手。同时熊市中的强力反弹难免会让人从恐惧变为贪婪。指望借反弹弥补亏损的迫切心情，就让一些人的投机欲望愈演愈烈。巴菲特表示：

我认为投资者应尽可能少地进行股票交易。一旦选中优秀公司大笔买入之后，就要长期持有。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

传统的投资策略讲究多元化与高周转率。由许多只股票组成的投资组合每天都会发生变化，不断频繁地买进卖出是其鲜明的特色。我非常反对这种不断变化投资组合的做法，因为投资者只有耐心持股，才有机会在长时间里获得超出一般指数的投资业绩。

巴菲特在美国大牛市时期也非常沉得住气，并不会像多数投资者一样着急地将手中股票抛掉。比如 1984 年到 1986 年是美国的大牛市，之后 1987 年的股灾当中，巴菲特牢牢地抓住主要的三只股票：华盛顿邮报、美国政府雇员保险公司、大都会美国广播公司。此后的反弹让巴菲特彻底地战胜了市场。

巴菲特持有的许多投资品种时间长达数年、数十年，经历了经济景气和不景气时期，直至迎来辉煌灿烂的那一天。美国股市统计表明，稳定持有一家好公司股票 3 年以上者，通常会比每年换手 3 只以上股票的人获利更稳定，也更多。这也印证了巴菲特多年的搭档查里·芒格的名言：“烦躁而频繁地买卖是投资大忌。”

因此，在股市投资中，懒惰有时也是一种美德。频繁换手的收益率并不见得比捂住一只股票更高，可面临的风险却成倍增加。巴菲特曾这样表示：

你只需耐心持有，在这中间，坚持是你唯一要做的工作，因为资金永远流向好股票。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

我们长期持有的行为表明了我们的观点：股票市场是一个重新配置资源的中心，资金通过这个中心从交易活跃的投资者流向有耐心的长期投资者。

尽管世界最成功的基金经理人彼得·林奇在自己的股票交易过程中创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造了罕见的高换手率,但他仍提醒投资者如果投资的股票业绩优良,大可以持股5~10年不变。他说:“我投资组合最好的公司往往是购股三五年才利润大增而不是在三五个星期之后。”

投资大师欧奈尔分析道:“股价大幅上涨是需要时间的。除非该股票遇到了严重问题,或是在后期价格形态中进行了股票分拆并出现最高点前持续两三周的迅速上涨,否则,千万不要在前8周时将其抛出。那些在8周内便飙升20%的股票应被持有8周以上的时间,除非它们实力不济,而且不受机构投资者或是大户的欢迎。仅仅在1~4周内便强势上涨至少20%的股票往往是股市中的佼佼者,它们有能力将股价提高一两倍,甚至更多。如果你持有某一只真正符合标准的市场领军股,在它最初几次下跌至或稍微低于10周移动平均线时,试着先不要卖出。取得了不菲的收益后,在跌幅为10%~20%的第一次短期调整中,你仍可尝试继续耐心持有该股票。”①

巴菲特认为快进快出的投资方式,其实质是依靠股市预测进行短期投资。他对这种投资策略非常不认同,他表示:

短期投资就是对即将发生的事情进行赌博,如果用大量资金进行短期投资,那你很有可能血本无归。如果一样东西的价格是其真实价值的2倍,有什么可以阻止它的价格上升到10倍呢?你有可能是正确的,但也许最终你只能在福利院向别人解释这个问题了。

① (美)威廉·欧奈尔. 宋三江,译. 笑傲股市. 机械工业出版社,2010-01

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告31：复利就像从山上往山下滚雪球

谈到价值投资,就不能不提复利。爱因斯坦说:“宇宙中最强大的力量就是复利。”他还说过:“20 世纪最伟大的发现就是复利。”巴菲特的每项投资所要寻求的是最大的年复利回报,正是借助复利的神奇力量,巴菲特才成为世界首屈一指的富豪。

复利的计算公式为:本利和 = 本金 × (1 + 回报率)^{期数次方}。未来的总收益不仅取决于回报率,而且取决于时间长短。回报率越高,时间越长,未来的总收益就越多。价值投资的精髓就在于利用复利的威力,在保证本金安全和风险控制的基础上,实现持续地增长。

如果进行一份年利率为 10% 的投资,每年都拿利息,25 年后的累积收益率是 250% 。但是如果还是进行同样一份年利率为 10% 的投资,只是每年不领取利息,利息继续滚利,也就是进行复利计算,那么 25 年后的累积收益率会增长 11 倍。如果以 20% 的年利率计算 25 年的复利,大概为 95 倍。可以说,时间与复利的收益成正比,时间越长,所获得的复利收益也就越大。可以说,价值投资就是正确的时间买入正确的股票并耐心持有,依靠复利致富。

11 岁的时候,巴菲特就被一本名为《赚 1000 美元的 1000 招》的书给迷住了。从这本书里,他第一次理解了“复利”的概念:“如果以 1000 美元起家,每年增长 10% ,25 年后这笔钱将会变成 10800 美元!”在此后的投资生涯中,他不断地运用这个最基本的理念。

巴菲特的老搭档芒格说:“如果既能理解复利收益的威力,又能理解复利收益的艰难,那就等于抓住了理解许多事情的精髓。”

在巴菲特的管理下,1965 年到 2007 年这 43 年中,伯克希尔年均复利收益率为 21.1% ,是同期标准普尔 500 指数年均收益率 10.3% 的 2 倍,但伯克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希尔 43 年总的收益率是 4008 倍，是同期标准普尔 500 指数总收益率 68.4 倍的 56.8 倍，远远超过大盘。这当然也是借助了复利的威力才获得的出色收益，难怪巴菲特会说：

复利就像从山上往山下滚雪球。

投资是为了获利，复利是最好的获利工具，所以巴菲特投资思想的根基实际上就是复利，并在复利的基础上他争取更高的复合收益率。

复利还有什么作用呢？巴菲特认为，知道了复利的力量至少不用担心被那些所谓的专家顾问的夸夸其谈弄晕头脑。在 2007 年给股东的信中，巴菲特说：

先做个简单的数学题，假设你指望本世纪（21 世纪）的股市年收益率达到 10%，而你的收益中 2% 来自分红，8% 来自股价上涨，那么你就是在假设道指在 2100 年达到 24000000 点（目前是 13000 点）。如果你的财务顾问向你保证每年两位数的股市收益率，你可以和他讲讲这个题目。要当心那些油嘴滑舌的所谓专家顾问，当你被他们的夸夸其谈骗得头脑发热时，就是他们填满自己腰包的时候。

相对那些忽略了长期投资会带来巨大的复利收入的短期投资者，巴菲特显然了解了复利增长的奥妙，资金的复利增长为长期投资提供了较好的依据。

巴菲特在 1993 年致股东的信中这样写道：

让我为各位上一次历史课，1919 年可口可乐股票以每股 40 美元公开上市，到了 1920 年由于市场对于可口可乐的前景看法相当冷淡，而将股价下修一半至 19.5 美元，然而时至今日，1993 年底，若是将收到的股利再重复投资下去，则当初股票的价值将变成 210 万美元，就像格雷厄姆所说："短期而言，市场是投票机器，投资人不须靠智能或情绪控制，只要有钱都可以登记参加投票，但就长期而言，股票市场却是一个体重机。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告32：投资者应该好好守住看好的股票

手中的股票有多少才算合适呢？我建议控制在5只以内，以便于跟踪。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

我们相信集中持股的做法同样可以大幅降低风险，只要投资人在买进股份之前，能够加强本身对于企业的认知以及对于竞争能力熟悉的程度，在这里我们将风险定义，与一般字典里的一样，系指损失或受伤的可能性。

巴菲特的集中投资原则类似于一夫一妻制：找最优秀的企业、最了解的行业、最小风险的投资机会。

无论是普通投资者，还是大多数基金经理，都对一句话津津乐道："不要把所有鸡蛋都放在一个篮子里。"想要通过这种方式分散风险，获得稳定的收益。巴菲特对此却不以为然，他喜欢集中投资，并因此取得了卓越的业绩。曾有调查显示，这个世界上从来没有人因为分散化的投资策略，进入亿万富翁俱乐部。可以说，通过分散投资获得巨大的财富，是今天这个世界最大的投资谎言之一。

巴菲特绝大多数的资产都是从为数不多的几只股票上获得的。巴菲特有一句著名的话被经常引用来反对分散投资和投资组合：

分散投资是无知者的自我保护法，但对于那些明白自己在干什么的人来说，分散投资是没什么意义的。

如果投资者拥有一个最出色的有着最低财务风险和最佳长期发展前景的公司，把钱都集中到它身上，就意味着最佳的收益。巴菲特曾表示：

选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中在这些股票上，不管股市短期跌升，坚持持股，稳中取胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当华尔街的基金管理者们纷纷把几百种不同的股票塞进自己的证券组合之中时，巴菲特的投资组合仅有5种股票。而他的业绩，也远远跑赢道琼斯指数和其他崇尚复杂投资组合的基金经理们。巴菲特甚至嘲笑说：

一个人往股票清单上投飞镖选出的股票投资组合与一位聪明绝顶、工作勤恳的证券分析师选出的一样前程似锦。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

投资人绝对应该好好守住几种看好的股票，而不应朝秦暮楚，在一群内在价值欠佳的股票里抢进抢出。

许多人认为"不要把所有鸡蛋放在同一个篮子里"，这样即使某种金融资产发生较大风险，也不会全军覆没。对于这种降低风险的做法，巴菲特很不以为然。巴菲特认为投资者应该像马克·吐温建议的那样，把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它。

巴菲特的导师格雷厄姆其实是一个分散投资者，而集中投资理念则是巴菲特从另外一个投资大师费雪那里学来的。费雪说："投资者为了避免风险，最后的结果却是许多篮子里装的全是破鸡蛋，而且，投资者也不可能照顾到所有这些篮子里的全部鸡蛋。由于投资者过于迷信多样化的投资理论，结果他们对自己所投资的企业的性质一无所知，或者知之甚少，这无疑是个悲剧。"费雪是著名的集中投资家，他对巴菲特的影响在于：他坚信当遇到可望而不可即的极好机会时，唯一理智的做法是大举投资，即集中投资。

巴菲特在解释分散投资带来的困难时，说道：

如果你有40个妻子，对她们中的任何一个你都无法了解清楚。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我不会同时投资50种或70种企业，那是诺亚方舟式的传统投资法，最后你会像是开了一家动物园。我最喜欢以适当的资金规模集中投资于少数几家企业。

1993年巴菲特在致股东的信中描述道：

若你是学有专长的投资人，能够了解产业经济的话，应该能够找出5～10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家股价合理并享有长期竞争优势的公司,此时一般分散风险的理论对你来说就一点意义也没有,要是那样做反而会伤害到你的投资成果并增加你的风险,我实在不了解那些投资人为什么要把钱摆在他排名第20的股票上,而不是把钱集中在排名最前面、最熟悉、最了解同时风险最小而获利可能最大的投资上。

集中投资也需要一定的前提条件,上面所说的"学有专长的投资人,能够了解产业经济"是一条。另外,集中投资还需要注意:

集中投资者需要有正确的心态和性格,若不能做到这一点,你最好尝试其他的投资方式。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

切记永远不要举债来进行集中投资。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

不要试图在短期操作中运用集中投资,你至少愿意在某只股票上花5年或者是更长的时间。在实行集中投资战略时,长期的投资能体现出企业真实的价值,并增加投资的安全性。

巴菲特认为,只有当投资者对所投资的公司一无所知的时候才需要分散投资。巴菲特认为,集中投资方式更适合专业投资人士。对于非专业人士,分散投资是巴菲特推荐的方法,在1993年致股东的信中,他认为分散投资同样可以分散风险,但是不要采取一次性"豪赌"的心态来进行。

当然,有些投资策略,例如我们从事多年的套利活动,就必须将风险分散,若是单一交易的风险过高,就必须将资源分散到几个各自独立的个案之上,如此一来,虽然每个个案都有可能导致损失或伤害,但只要你确信每个独立的个案经过概率的加权平均能够让你获得满意的报酬就行了。许多创业投资者用的就是这种方法,若是你也打算这样做的话,记得采取与赌场老板搞轮盘游戏同样的心态,那就是鼓励大家持续不断地下注,因为长期而言,概率对庄家有利,但千万要拒绝单一一次的大赌注。

巴菲特认为,对于一些情况同样也可进行分散投资,他在1993年致股东信中写道:

另外一种需要分散风险的特殊情况是,当投资人并没有对任何单一产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业有特别的熟悉，不过他却对美国整体产业前景有信心，则这类的投资人应该分散持有许多公司的股份，同时将买入期间隔开。例如，透过定期投资指数基金，一个什么都不懂的投资人通常都能打败大部分的专业经理人。很奇怪的是，当“愚昧”的金钱承认了自己的局限后，它就不再“愚昧”了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 33：把自己当成持股公司的老板

人们在投资购买股票的时候，应该把自己当做是企业分析家，而不是市场分析家、证券分析家或宏观经济分析家。因为我把自己当成是企业的经营者，所以我能成为优秀的投资者；因为我把自己当成投资者，所以我能成为优秀的企业经营者。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我从事投资时，主要观察一家公司的全貌，而大多数投资人只盯着它的股价。

很多人都只是擅长做企业家或者是擅长做投资家，而巴菲特两者都能够游刃有余地驾驭，这两种经验互相交叉，成为巴菲特能够获得巨大成功的因素之一。他说：

这种经验，使我在商业和投资领域都能从容地作出正确决策。

但这也成为他挑选接班人的困难，很少有经理人具备这种交叉经验。巴菲特在 2005 年致股东的信中道出了他难以找到接班人的最大问题：

在伯克希尔，我们拥有三个相当年轻而且完全胜任 CEO 的经理人。这三位经理人中的任何一位在我的工作范围之内的某一管理方面都要远胜于我，但是不利的一面是，他们之中没有一人具备我所独有的交叉性经验（Crossover Experience），这种经验使我在商业和投资领域都能从容地作出正确决策。[①]

从以上话可以看出巴菲特投资股票的实质是股票持有人拥有和管理企

① 刘建位．巴菲特：投资如游戏．经济参考网，2011－04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的权利,对于普通投资者来说,已具备了投资者的角度,但往往缺少的是将所投企业看成是自己所拥有的那种企业家的角度。

买一只股票,必须像你要买下整个企业一样。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

当我投资购买股票的时候,我把自己当做企业分析家,而不是市场分析家、证券分析家或者宏观经济学家。

在巴菲特的眼里,好的企业比好的价格更为重要,最终决定公司股价的是公司的实际价值。巴菲特在评估潜在可能的并购机会或购买某家公司股票时,总是首先从一个企业家的角度看待问题,系统整体地评估该企业,并从质和量两个方面来检验该企业的管理状况与财务状况,进而评估股票购买价格。

当我们投资股票时,我们实际上是投资股票所代表的企业。当我们找到了喜欢的公司时,市场高低不会对我们的决策产生影响。我们一个一个地寻找公司,很少花时间考虑宏观因素。我们只考虑那些我们熟悉的企业,而且价格和管理状况要让我们满意。在这个世界上,最愚蠢的买股行为莫过于看到股价上升就按捺不住而出手。

以买公司的立场做投资,获利绝对大于只想赚差价的人。在巴菲特投资的过程中,他基本不直接参与投资对象的企业经营活动,但是他一直把自己当成是企业的经营者来看待。在进行任何一项投资之前,他就已经把投资对象的情况了解得一清二楚,甚至成为行业的专家。

我们并非依据某些人的说法来判断管理能力,而是看过去的记录。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

保险也好,造纸也好,当你注意到一家公司时,就要先以自己即将继承该公司的态度来进行调查。也就是要站在经营者或大股东的立场设身处地地思考,而且要假设自己持有的资产除了这家公司没有别的了。在这样的情况下,身为公司领导者的自己该怎么做,想要怎么做,有着什么样的竞争对手,有着什么样的顾客,并试着向不同的人提出这类问题。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

基于某些不可理解的原因,投资人往往被一些企业将来可能带来的好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处的假象所迷惑，而忽略了企业眼前的现实。

巴菲特提醒投资者：

你所做的一切，要像一个真正的企业所有者那样，明白企业的优势在哪里，知道它下一步会怎么做，并了解它的管理层。

企业尽管可能处在不同的行业，但由于它们具有一些共同特征，使投资者有了更为简单的识别方法。

当你注意到一家公司时，你要站在经营者或大股东的立场去调查。你必须设想，如果你是公司的领导者，你该怎么做，要怎么做，公司有什么样的竞争对手，有着什么样的顾客，而且你必须找出这些问题的答案。

当然，一切都是先苦后甘，要做投资主人的苦就在于不断地寻找和追求优质的公司，并等待合理的时机进行买入，只要懂得了要做主人，定位了主人的地位，其实耐心地等待公司带来好的回报并不会是一件辛苦的事情，而是一种幸福的事情！

2007 年，巴菲特在接受央视《经济半小时》栏目的采访时，反复强调投资股票其实就是投资公司，而每一个普通人都可以用这样的理念积累财富。

投资的精髓，不管你是看公司还是股票，都要看企业的本身，看这个公司将来 5 年或 10 年的发展，看你对公司的业务了解多少，看管理层你是否喜欢并且值得信任，如果股票价格合适你就持有。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

有时候，我说简单但是不容易，不需要巨大的智慧，一般的智慧就可以，但很多时候需要一种稳定的情感和态度。赚钱不是明天或者下个星期的问题，而是你是买一种 5 年或 10 年的时间才能够升值的东西，不难去描述，有些人发现真地做的时候很难做到，很多人希望很快发财致富，我不懂怎样才能尽快赚钱，我只知道随着时日增长赚到钱。我从来不做投机，有时候在二级市场做一小部分，很多股票都是投资很长时间的，所以我们拥有很多企业，企业为我们带来赢利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 34：不要关心某一年的经营业绩

请记得股票市场是狂癫与抑郁症交替发作的场所。有的时候它对未来的期望感到兴奋，而在其他时候又显出不合理的沮丧。当然，这样的行为创造出了投资机会，特别是杰出企业的股价跌到不合理的低价时。但是，正如你不会采信来自有情绪起伏不定倾向的顾问的建议，你也不应该允许股市操纵你的投资行动。股票市场并不是投资顾问，它的存在只是为了帮助你买进或卖出股票罢了。如果你相信股票市场比你更聪明，你可以照着股价指数的引导来投资你的金钱。但是如果你已经做好你的准备作业，并彻底了解你投资的企业，同时坚信自己比股票市场更了解企业，那就拒绝市场的诱惑吧！

巴菲特是个对数据很敏感的人，在他投资选择之前，他很少能被别人说服，他的脑子里面已经对投资进行了打分。由于天生对财务数据特别的敏感，所以巴菲特在进行投资之前都要对投资对象的财务数据进行仔细严格的研究。巴菲特并不关心某一年的经营业绩，而是看重 4 ~5 年的平均数字。财务原则包括以下几个方面：

由于大多数公司都用上一年度赢利的一部分来增加权益资本，因此没有理由对每股收益感兴趣。

在所有的财务指标中，巴菲特最为重视的指标是股东权益收益率（ROE，又称净资产收益率，该指标反映股东权益的收益水平，指标值越高，说明投资带来的收益越高），股东投入的每一元资本，究竟赚到了多少净利润？这是巴菲特最关心的。他说：

对企业经营管理业绩的最佳衡量标准，是取得较高的股东权益收益率（没有不合理的财务杠杆、会计操纵等），而不是每股收益的增加。我们认为，如果管理层和金融分析师们不是将最关注的焦点放在每股收益及其年度变化上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话，企业股东以及社会公众就能更好地理解企业的经营情况。

对于ROE，巴菲特加了两个限定：其一是扣除非经常性损益；其二是在没有太多的杠杆、太多的资产负债率下能否取得较高的ROE。[①]

优秀公司的权益收益率远远高于一般的公司。巴菲特用1988年《财富》杂志的数据证明长期赢利能力是优秀企业的真正衡量标准。

根据《财富》杂志在1988年出版的投资人手册，在全美500大制造业与500大服务业中，只有6家公司过去10年的股东权益收益率超过30%，最高的一家也不过只有40.2%……1977—1986年，总计1000家中只有25家能够达到业绩优异的双重标准：连续10年平均股东权益报酬率达到20%，且没有1年低于15%。这些超级明星企业同时也是股票市场上的超级明星，在所有的25家中有24家的表现超越标准普尔500指数。这些《财富》冠军榜企业的两个特点可能会令你大吃一惊：第一，其中大企业只使用相对于其利息支付能力来说很小的财务杠杆，真正的好企业常常并不需要借款。第二，除了一家企业是高科技企业和其他几家是制药企业之外，绝大多数企业的业务一般都非常平凡普通。它们大都出售的还是与10年前基本上完全相同的、并非特别引人注目的产品（不过现在销售额更大，或者价格更高，或者二者兼而有之），这25家明星企业的经营记录再次证实：继续增强那些已经相当强大的经营特许权，或者专注于一个遥遥领先的核心业务，往往是形成非常出众的竞争优势的根本所在。

一家卓越的公司，它的长期股东权益收益率必然高于平均水平。只考察每股收益及其增长容易误入歧途。因为每股收益及其增长可以通过加大资本支出等方式来实现，不一定为股东创造价值。但需要做下面两个调整：一是如果有证券收益，所有可出售的有价证券应该是以成本计价，而不是以市价来计算；二是企业的良好股东权益收益率是在负债少或无负债的情况下达成的。

在巴菲特看来，好的企业应该能够不靠举债就可以赚取不错的股东权益收益率。对于那些必须借由相当程度的负债才能达成良好股东权益收益率的公司，应该抱持怀疑的态度。

因此可以说，股东权益收益率是优秀公司的试金石。

---

① 张宇，李航．巴菲特：股票投资只是我的第四大业务．证券市场红周刊，2009－05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读：格雷厄姆论投资理念

本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham,1894—1976)是现代证券分析和价值投资理论的奠基人。

◎ 从短期来看,股市是一个投票机;而从长期来看,股市是一个称重机。

◎ 最聪明的投资方式,就是把自己当成持股公司的老板。

◎ 从不购买价格并不明显低于公司价值的股票。这一点现在要变通了,因为这种公司和时机太难等了,现在的投资要侧重于被平均市场低估或高成长的企业,而非股票价格低于账面价值。

◎ 股票价格低于实质价值,此种股票即存有"安全边际",建议投资人将精力用于辨认价格被低估的股票,而不管整个大盘的表现。

◎ 投资的原则:第一条,千万不要亏损;第二条,千万不要忘记第一条。

◎ 个人投资者如果有正确的投资原则及投资建议,日积月累下来,投资绩效一定远胜于机构投资人。信托投资公司的投资标的通常不超过300个,但散户却可以多达3000个。真正潜力股的流通数量通常有限,达不到法人一次购买的规模;从这个角度来看,机械法人反而不见得是散户的竞争对手。

◎ 如果总是做显而易见或大家都在做的事,你就赚不到钱。对于理性投资,精神态度比技巧更重要。

◎ 每个人都知道,在市场交易中大多数人最后是赔钱的。那些不肯放弃的人要么不理智,要么想用金钱来换取其中的乐趣,要么具有超常的天赋,在任何情况下他们都并非投资者。

◎ 投资者与投机者最实际的区别在于他们对股市运动的态度上:投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中谋取利润,投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票。

◎ 投资操作就是基于透彻的分析,确保本金的安全并能获得满意的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报。不能满足这个要求的操作就是投机。

◎ 对待价格波动的正确的精神态度是所有成功的股票投资的试金石。

◎ 价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后提供给投资者买入的机会，当价格大幅上涨后提供给投资者出售的机会。

◎ 对廉价证券的定义：它是一种建立在事实分析基础上，表现出持有比出售更有价值的证券。

◎ 股票市场上的绝大多数理论收益并不是那些处于连续繁荣的公司所创造的，而是那些经历大起大落的公司所创造的，是通过在股票低价时买进、高价时卖出创造出来的。

◎ 股市行为必然是一个令人困惑的行为，否则稍懂一点知识的人就能获利。投资者必须着眼于价格水平与潜在或核心价值的相互关系，而不是市场上正在做什么或将要做什么的变化。

◎ 过去的数据并不能对未来发展提供保证，只是建议罢了。

◎ 获取收益所进行的操作不应基于信心而应基于算术。

◎ 很多投资人会把注意力由可见的固定资产转移到无形资产上，例如经营能力和企业的本质，而这会暗中为投资者带来具有风险的思考模式。

◎ 如果一只普通股被确定为良好的投资对象，那么这只股票同时也是良好的投机目标。

◎ 由股市造成的错误迟早都会由股市自身来纠正，市场不可能对明显的错误长久视而不见，一旦这种错误得到纠正之时，就是有眼光的投资者获利之时。

◎ 投资者的注意力不要放在行情机上，而要放在股权证明背后的企业身上。通过注意赢利情况、资产情况、未来远景等诸如此类的因素，投资者可以对公司独立于其市场价格的"内在价值"形成一个概念。

◎ 做个有耐心的投资者，愿意等到企业的价格变得有吸引力时才购买股票。

◎ 无论华尔街还是别的什么地方，都不存在确定的、轻松的致富之路。

◎ 对一家企业的状态，只有一半是事实，而另一半却是人们的观点。

◎ 投资者应该只关注股价波动的两个时刻——买入和卖出的时机。其他时期则忽略股价的波动。

◎ 你是正确的，因为你的事实是正确的，你的逻辑是正确的，而这也是唯一证明你正确的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

卖出股票的时机

买进靠耐心，卖出靠决心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告35：当公司内部发生变化时卖出

凯恩斯曾经说过一句话："长期我们都死了。"巴菲特的长期持有是有前提条件的：

投资的一切秘诀在于，在适当的时机挑选好股票之后，只要它们的情况良好就一直持有。

巴菲特以前对于何时卖出股票在本质上是效法格雷厄姆的。格雷厄姆认为，当某只股票的价格已经达到它的实质价值时就是卖出的时机，投资人最好再寻找其他价格被低估的股票。

一旦买进股票，只要该企业的经营本质没有发生剧烈的改变，巴菲特就会长期持有。但如果已购买的某只股票不再符合自己的某个投资标准时，比如企业的经济特征发生了变化，他就会果断地将其卖出。

如果认识到自己犯了一个错误，认识到最初完全不该做这样的投资，就要毫不犹豫地退出。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

我不会只为增加我们公司收入的一点零头就停止一项利润在正常水平以下的业务，但如果公司一旦出现将来可能会大亏本的迹象，那么哪怕它目前效益很好，也不能继续提供资金。

1965年，35岁的巴菲特在与沃特·迪斯尼会面后，他开始买入迪斯尼的股票。他投资400万美元，相当于迪斯尼公司5%的股权。1967年，他以600万美元卖出这批持股，获利丰厚。

对此，巴菲特有些后悔，他说：

在20世纪60年代，整个迪斯尼公司市值8000万美元，当时迪斯尼乐园

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新添了一座造价1700万美元的海盗船，因此该公司是以海盗船的5倍价格出售，我们投资了500万美元，次年以600万美元卖出，如果我们持股至今，当年的500万美元到了1990年中期，价值一定超过10亿美元。

直到1996年巴菲特才重新拥有迪斯尼的股份，巴菲特的控股公司伯克希尔于1997年底拥有2156万股迪斯尼股票，并摇身一变成了它的大股东。

1998年末，伯克希尔公司还持有迪斯尼公司5100多万股股票，可是1999年末在伯克希尔公司年报上就看不到这一持股品种了。2000年，伯克希尔公司已经将它持有的迪斯尼股份卖掉了一大部分，当时的迪斯尼的确迷失了主方向，首席执行官迈克尔·艾斯纳的爱好让巴菲特感到不安。迪斯尼在网络中挥金如土，把大把资金投入像Goto.com搜索引擎这样的网站中，而且购买了像搜信这样的亏损公司，这样导致迪斯尼的主营业务偏失，竞争力下降。到2001年初，伯克希尔公司已经彻底卖光了所持有的迪斯尼公司的所有股票。

显然当时的迪斯尼不再符合巴菲特的标准了。巴菲特对这一操作是这样评价的：

我们对这家公司的竞争力特征有一种看法，现在这个看法变了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告36：当公司所处的行业发生变化时卖出

巴菲特的产业选择经验表明，产业演变对于投资分析非常重要。产业演变将导致产业吸引力及产业平均投资回报率的重大变化，相应地，企业对于产业演变的战略反应是否适当将导致企业竞争优势发生较大变化。

对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。那些所提供的产品或服务具有强大的竞争优势的企业能为投资者带来满意的回报。

巴菲特在1999年给《财富》杂志写的文章中如上写道。这方面典型的案例是巴菲特在报纸方面的投资。

长期以来，巴菲特一直将自己视为“报纸人”。在孩童时代，巴菲特的第一份工作就是送报纸。1973年，巴菲特收购的太阳报获得了新闻界最高奖项“普利策奖”。在1973年购买华盛顿邮报股票之前，他已经有4年经营报纸的经验，从中认识到了报纸的市场垄断性。当时他表示：

报纸是一个奇妙的行业。它是那种趋向一种自然的有限垄断的少数行业之一。

巴菲特称自己以便宜得可笑的价格买入：

1973年中期，我们以不到企业每股商业价值1/4的价格，买入了我们现在所持有的华盛顿邮报全部股票。其实计算股价与价值比并不需要非同寻常的洞察力……我们的优势更大程度上在于我们的态度：我们已经从本·格雷厄姆那里学到，投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣时买入其股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在过去曾经因为投资报社而赚到许多钱，也相当了解这个产业。报纸产业曾经一度是“你所能拥有的最强大的特许事业”。

20世纪80年代，巴菲特最大一笔投资之一是布法罗新闻报。巴菲特每天要阅读5份报纸。

1969年，巴菲特购买了奥马哈太阳报。

巴菲特认为报纸这项事业有趣的地方在于，它不同于其他事业：

这是获得宪法第一修正案保障的垄断事业，垄断事业与用人唯亲是“两项伟大的美国制度”。只有在报纸这个产业当中，全美国最糟糕的产品却享有跟最好的资产一样的基本面。

报纸业的生存法则是“速度最快者生存”。广告最多的报纸绝对是赢家。然而这个行业终究发生了变化。1991年，巴菲特在致股东的信中写道：

在去年(1990年)的报告中，我曾经表示媒体事业获利能力衰退主要是反应景气的循环因素，但在1991年发生的情况则不是那么一回事，由于零售业形态的转变加上广告与娱乐事业的多元化，以往曾经一度风光的媒体事业，其竞争力已受到严重的侵蚀，然而不幸的是在商业世界中，从后照镜所看到的景象永远比挡风玻璃的还清楚，几年前几乎没有人，包含银行、股东与证券分析师在内会不看好媒体事业的发展(若是再多给我几年，我可能就能正确判断出这个产业正在走下坡)。

事实是报纸、电视与杂志等媒体的行为，越来越超越身为特许行业所应该做的事，让我们很快地看一下特许事业与一般事业在特性上的不同，不过请记住，很多公司事实上是介于这两者之间，所以也可以将之形容为弱势的特许事业或是强势的一般企业。

……

直到最近，一方面，媒体产业还拥有特许事业这三项特质，因此还能够制定侵略性的价格并容忍宽松的管理，不过现在的消费大众不断地寻找不同的信息与娱乐来源，也越来越能够接受各种不同的选择。另一方面，很不幸的是消费者的需求并不会随着供给的增加而变大，5亿只美国眼睛，一天24小时，就这么多，不可能再增加了。所以结果可想而知，竞争会变得更激烈，市场被区隔开，媒体产业因而丧失了部分原有的特许能力。

媒体产业转为弱势，除了让短期盈余获利受到冲击之外，对其本身的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值将有更深远的影响。为了让大家了解这种现象，让我们来看看稍微简化但却颇为相关的数学算式。

几年以来，一般人都认为新闻、电视或是杂志产业的获利能力，可以永无止境地以每年6%左右的比率成长，而且可以完全不必依靠额外的资金，也因此每年的折旧费用应该会与资本支出相当，而由于所需的营运资金也相当小，所以账面盈余（在扣除无形资产摊销前）几乎等于可以自由分配运用的盈余，也就是说拥有一家媒体事业，每年几乎可以有6%稳定增加的纯现金流入，同时若我们以10%的折现率来计算现值的话，等于是一次2500万美元的投资，每年可以贡献100万美元的税后净利贡献（亦即约为25倍的税后本益比，若换成税前盈余本益比则约为16倍左右）。

现在假设条件改变，这家公司只拥有普通的获利能力，所以每年100万美元的获利只能上上下下起伏，这种打摆子的形式就是大部分公司的状况。而公司的获利想要有所成长，企业就必须要投入更多的资金才办得到（通常都是透过保留盈余的方式），经过我们将假设重新做修正，同样以10%加以折现，大概可以达到1000万美元的价值。结果可以看出，一项看起来不大重要的假设变动却使这家企业的价值大幅减少至10倍税后盈余本益比（或6.5倍税前盈余本益比）。

现金就是现金，不管今天它是靠经营媒体事业或是钢铁工厂得来的都一样，而过去同样是1元的获利，大家之所以看重媒体事业的原因是预期它会继续成长（股东不需要再投入额外的资金），而钢铁业很明显会落入打摆子的那类族群，不过现在大家对于媒体事业的看法也逐渐改为后者，而如我们刚刚所举的简单例子，评价的结果可能因为这样的修正而有很大的改变。

我们在媒体事业有相当大的投资，不管是百分之百拥有的水牛城日报或是在华盛顿邮报与资本城/ABC（美国广播公司）的股票投资，而这些媒体事业的价值因为前面所提到的产业所面临的形态转变而大幅滑落（景气循环因素也使得我们现在的股东权益收益大受影响，虽然还不至于让实质价值减少），然而就像是我们经营伯克希尔的企业原则所揭示的，我们不会只是因为还有其他更有利的资金用途，就随便将已被列为永恒的事业或主要投资出售（当然之前我们也确实卖了一些媒体股，不过规模相对较小）。

当报纸行业在面对互联网的时候，其垄断性，也就是巴菲特所说的其所拥有的“特许”性质已日渐式微。对于报纸行业，巴菲特在2006年的股东大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会上说：

报纸仍然是很赚钱的，特别是与投入的有形资产相比，但其发展前景与20～30年前相比就不如当时乐观了。读者数量在减少，长期而言会侵蚀报刊行业的效益。我们仍然持有World Book（百科全书出版商），我们曾以每套600元的价格售出了30万套。问题是，随着互联网的发展不再需要装帧和递送图书，人们就能在网上搜罗获取同样丰富的信息。不是说产品本身不再值此价钱，而是说人们有其他办法了。我看不出有什么事情能够改变这种趋势。①

巴菲特表示，他认为自己"对这个问题（媒体行业发展的前景）思考的时间超过任何人"。

巴菲特认为，报纸和其他媒体行业的本质已经发生改变，但股票价格还没有反映这一点，他有点担心了。

在2011年这位亿万富翁投资者对自己的伯克希尔·哈撒韦公司的股东发出警告称，报纸行业也许永远也不会复苏，因为它缺少一个可持续发展的商业模式。巴菲特说，对于大多数美国的报纸，我们不会以任何价格收购这些报纸。这些报纸的亏损几乎没有尽头。我看不到这种亏损有任何即将结束的迹象。巴菲特称，报纸过去对于美国公众至关重要，因此能够吸引广告主。而如今，随着互联网等新兴传媒的兴起，报纸对于读者和广告主的吸引力已今非昔比。

1973年巴菲特用1062万美元买入华盛顿邮报股票，2006年底增值为12.88亿美元，持有33年，投资收益率高达127倍。这是他投资收益率最高，也是持股期限最长的一只股票。

目前，巴菲特在华盛顿邮报仍有投资，但他表示是因为该报还有其他领域业务。尽管其报纸业务低迷，但仍不乏投资价值。由于技术和阅读习惯的变化减少了报纸的发行量以及更多的读者在网络上获取新闻，许多美国报纸的广告收入都损失了20%以上。

2009年，巴菲特在股东大会上说道：

当前的经济环境使得报纸行业的形势雪上加霜，但这不是不投资报纸

① 钟兆民，杨云，周明波，王沛．拜会巴菲特．Value杂志，2006－10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的主要原因。查理和我阅读大量的报纸,我们绝不会改掉这个习惯。但我们不会以任何价格购买报纸。这些报纸的亏损可能是永无止境的。20年前,这些报纸对于公众是至关重要的。它们的定价权力对于客户来说也是至关重要的。但现在报纸已经失去了这样的权力,并且正在很快地丧失。只有读者认为报纸是重要的,它们对于广告主也才会是重要的。我认为,报纸这种日趋下降的吸引力没有改变的迹象。

现在从某种程度来看,首先是电视,还有最近的网际网路,都代表着有一个新的时代正在透过不同的方式取得新闻。科技进步和阅读习惯改变、报纸的读者群正在大幅老化当中,导致许多美国报纸的发行量减少,广告客户已经学会以不同的方式推销产品。报纸的每人阅报率每年都在递减,报纸的广告收入锐减了20%以上。一些美国大城市的报纸也相继倒闭。

巴菲特说,伯克希尔·哈撒韦集团将保留水牛城新闻的拥有权,但不排除进一步降低成本的可能性,包括裁员,甚至在严重赤字时关闭该报。水牛城新闻曾为巴菲特的公司带来很大的收益。1986 年,巴菲特在致股东的信中这样写道:

水牛城新闻在史坦·利普席的带领下持续表现优异,连续第三年每人工作时数皆大幅下绛,其他成本也控制得宜,即使该报的广告增加率远低于同业,营业毛利仍然大幅增加。同时控制成本并不代表我们在新闻品质上有所退让,我们的新闻量(新闻版面占整体版面的比例)持续维持在50%以上,这是现有相同或是更大规模的报纸中比例最高的,一般同业的水准约只有40%。

各位可不要小看这 10% 的差距,同样 30 页的广告,40% 约有 20 页新闻,50% 则代表会有30 页的新闻,1:1 的新闻与广告量是我们坚持的原则,我们相信这也是为何水牛城新闻能在当地拥有全美最高渗透率(订户数占当地家庭户数的比率)的重要原因,其中周日版的比率更令人印象深刻,10年前水牛城新闻最主要的周日版报纸先锋报发行量为 27 万份,渗透率63%,大概与全美其他大城市相当,这在当时已被视为是很自然的上限,然而从 1977 年水牛城新闻开始发行周日版,虽然该地区人口数不增反减,到如今其渗透率已达 83%,且发行量更高达 37 万份。

虽然拥有超高的市场接受度,却也代表营业利润已达顶峰,虽然去年(1985 年)年底新闻用纸价格调涨,同时 1987 年的广告比率增加量也比其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新闻同业来的少，但我们仍坚持过半的新闻量，即便如此会使得我们的利润下降也在所不惜。

屈指一算，今年已是我们买下水牛城新闻的第十个年头了，它带给我们的投资报酬远远超过我们的预期，还有精神上的收获也是如此，我们对于水牛城新闻及其经营者默里·赖特的敬仰从买下它开始与日俱增，是他让这份报纸拥有超高的社区认同度，他们在水牛城报纸面临困难与诉讼之时所展现的耐力，并未随着日后公司迈入坦途就松懈，查理与我在此对他们表示由衷的感谢。

巴菲特表示，伯克希尔·哈撒韦公司仍坚持持有布法罗新闻的股票，因为公司一直以来的投资战略是长期持有，因此不会在报社遇到困难的时候就轻易卖出。不过，巴菲特也没有排除如果陷入严重亏损，就把报纸关闭掉的想法。巴菲特表示：

从一个经济角度来说，你应该卖掉布法罗新闻，我百分之百同意，但是我不会那么做。报社的工会比较配合，他们提供的方案会让我们获得部分收益。

最差的一种行业是那种发展很快，并需要大量资本投入来维持其发展，但利润却少得可怜甚至根本赚不到钱的行业。巴菲特在2008年给股东的信中写道：

想想航空公司吧，从怀特兄弟时代起，航空公司的持续竞争力已经开始让人怀疑。实际上，一个有远见的资本家当时如果有机会登上小鹰号，为了他的后继者们好，他们应该毫不犹豫把奥威尔打下飞机（注：1903年怀特·奥威尔首次驾驶小鹰号试航）。

从第一架飞机诞生那天开始，航空业对资本的贪得无厌就已经注定了。投资者把大量的钱投入到了这个无底洞，吸引他们的利润却有可能永远拿不到。

而我，很惭愧，也曾经做过这种傻事，那是在1989年，我决定让伯克希尔购买美国航空股票的优先股。支票上的墨迹还没干，这个公司就开始“螺旋式降落”，不久，我们的股票也见不到任何分红。但我们还算幸运，在另一个经济周期，航空业的乐观情绪集中爆发，我们得以抛出所有的股票而且赚得盆满钵满。接下来的10年里，这家公司遭遇了破产，而且是两次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告37：当市场出现大的泡沫时卖出

美国著名的投机大师伯纳德·巴鲁克，在股市疯狂的20世纪20年代后期，有一天，在街上停下来等着擦鞋，给他擦鞋的家伙跟他聊起股票赚钱的秘诀，巴鲁克一回到办公室就把所有的股票抛空。和巴鲁克一样，巴菲特也会在牛市的全盛期卖出股票，他认为：

“市场先生”绝对无法成为投资者的引路人。

随着20世纪60年代美国股市的持续狂热，1969年，巴菲特解散了合伙人企业。进入1972年时，伯克希尔旗下保险公司的证券组合价值1.01亿美元，其中只有1700万美元投资于股票。1987年，道琼斯指数是让人大开眼界的2258点，正是牛市的全盛期，巴菲特认为股市是个危险地带，已静静地卖掉了大多数股票。1999年11月22日《财富》杂志刊登了巴菲特的一篇文章，巴菲特指出：

美国投资人不要被股市飙涨冲昏了头，股市整体水平偏离内在价值太远了。

他预测美国股市不久将大幅下跌，重新向价值回归。对于1999年互联网泡沫时不够果断地卖出股票，在2005年致股东信中，巴菲特自责道：

从我们最早买进这些股票后，随着市盈率的增加，对这些公司的估值增长超过了它们收益的增长。有时这种分歧相当之大，在互联网泡沫时期，市值的增长远远超过了业务的增长。在泡沫期间我对令人头晕目眩的价格啧啧称奇，却没有付诸行动。尽管我当时声称我们有些股票的价格超过了价值，却低估了过度估值的程度——在该行动的时候我却只是夸夸其谈。

由此可见，当市场出现大的泡沫时，投资者唯一能做的就是退出市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在给股东的信中写道：

有人也许会看着我们的持仓表，认为是我们根据图表、经纪商或是近期赢利状况估计而做出的股票交易。查理和我却不这么认为，相反，我们认为这是对相应公司的部分所有权。这中间的差别十分重要。事实上，从我19岁开始，这种看法就一直是我投资行为的基础。当时我读完了本·格雷厄姆的《精明投资人》（*The Intelligent Investor*），这种理念就深深植入我的心底（之前我也在股市上摸爬滚打过，但从来不知道如何投资）。

从我们最早买进这些股票后，随着市盈率的增加，对这些公司的估值增长超过了它们收益的增长。有时这种分歧相当之大，在互联网泡沫时期，市值的增长远远超过了业务的增长。而在泡沫破裂后，情况则恰恰相反。

很明显，如果我们抓住了这种起伏，伯克希尔的收益要好得多。从后视镜里看这些当然很清楚明白，然而，真正对投资者有用的却是如何从雾蒙蒙的挡风玻璃里向前看。我们庞大的规模更为类似的顺势投资增加了难度。

然而，我对此也负有一定责任，在泡沫期间我对令人头晕目眩的价格啧啧称奇，却没有付诸行动。尽管我当时声称我们有些股票的价格超过了价值，却低估了过度估值的程度——在该行动的时候我却只是夸夸其谈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 38：当股价透支合理价值时卖出

巴菲特的导师格雷厄姆认为，如果某只股票达到了其内在价值，则应该是理论卖出点。对此，格雷厄姆解释道，如果错过了那一点，该股票则几乎失去了其潜在利润，这时，最好是寻找另一种价值低估的情形。如果格雷厄姆以每股 15 美元买入一只股票，并判断其内在价值在每股 30 ~ 40 美元之间，那么当股价达到每股 30 美元时，他会将其卖出。而后，他会将全部收益再投资到另一种价值低估的股票上。

巴菲特认为，当投资者懂得什么叫见好就收时，就到了卖出股票的好时机。他认为，股票价格不可能永远高于其内在价值。当股价远远超出内在价值时，投资者要克服贪婪情绪，懂得什么时候完美收场。

如果股价已经充分反映而且透支合理价值，就不值得长期投资了，投资者应该做的是卖出而不是继续持有，更不应该买入。比如中石油，巴菲特在 2007 年把中石油卖掉了，买卖前后间隔只有 4 年。巴菲特给自己的理由是，中国石油的股价已经充分反映了油价上涨为公司带来的正面影响，因此不值得长期投资了。当一只股票价值严重高估，或趋势发生变化的时候，价值或趋势投资者就会选择卖出他们所持股票。

买进靠耐心，卖出靠决心。

从巴菲特出售部分富国银行的时机选择来说，他认为银行股的市盈率高于 15 倍的情况下，哪怕是伟大的公司，都属于到达了价值区间，可以择机出售了。

股票的当前价格并不能反映其内在的价值，这只是由于投资者的偏见而产生的一种虚假的价格，从而导致股票的内在价值低于市场价格的现象。除了投资者自身的偏见以外，在市场当中还有一小部分的投资者会利用虚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假的信息来造成市场的不稳定，以获得丰厚的收益。至于如何判断股价是否过高，彼得·林奇在其著作《战胜华尔街》一书中写道："那些股价线上涨幅度超过了收益线的股票，一般要么是横盘整理（也就是说会休息一下），要么是股价回调到与其赢利水平比较相当的合理价位。看看这几家公司的股价走势图，这些很受市场追捧的成长股，尽管在1991年涨幅榜上是名列前茅，但我认为，即使到了1992年股市继续走牛，这些股票也不会有什么好的表现，最多只能横向盘整。一旦股市反转走熊，这些股票有可能会大跌30%。

"判断一只大盘成长股的股价过高、过低还是合理，最简便的方法就是看看上市公司的收益线与股价线并列的走势图手册（这类手册在图书馆或券商那里都有）。当股价线平行或者低于收益线时，可以买入股票，但如果股价线高过收益线，就进入危险区了，你就不要买入了。"①

那么，巴菲特是怎样来衡量上市公司内在价值增值能力的呢？他说，最好的办法是看"透明"赢利（"Look - Through" Earnings）。他认为，透明赢利的计算公式是①+②-③。其中：①是财务年报中反映的赢利水平；②是主要被投资公司的留存收益（按照会计准则规定，这部分收益并没有反映在上市公司财务年报的赢利水平中）；③是上述留存收益如果要加以分配应该交纳多少税金。巴菲特认为，投资者如果非常关注每只股票的透明赢利，将会从中得到很大好处。他的经验表明，一般在买入股票10年左右时，会获得最高的预计透明赢利。他认为，既然这样，投资者就没有什么必要去关注短期内的股价变动，更没有必要频繁进行股票交易了。说得更具体一点就是，只要自己拥有的这些股票，从长期来看价值增值能力能够保持甚至超越整个产业的平均水平，这些股票的赢利能力即使在短期内发生暂时性变化，也不用过分担心，完全可以继续持有。不过，如果这些股票的赢利能力在短期内发生了根本性变化，那就应当毫不犹豫地彻底告别。②

很多人讲"买高，卖得更高"，价值投资的概念是"低买高卖"，真正的价值投资者卖的机会不多，真正想持有的话，很多股票很少有很严重的超值情况，因此没必要卖。但是有些股票严重超值，考虑到税收都可以接受的话才

---

① （美）彼得·林奇．刘建位，译．战胜华尔街．机械工业出版社，2010-04
② 严行方．巴菲特投资10堂课．中国城市出版社，2008-04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以卖。

对于卖出股票，投资者需要注意的是防止“成本偏见”。对此，美国投资大师欧奈尔举了一个例子：“你也许会决定将麦利亚德基因科技（Myriad Genetics）的股票抛出，因为它取得了不错的收益，但由于通用电气远远低于其买入价而不肯放手。如果思维方式是这样的话，那你就和95%的投资者一样，受到了‘成本偏见’的影响。

“假设两年前以每股30美元的价格买入了一只股票，而它现在价值34美元，大多数投资者会选择抛售，因为他们已经赚得了利润。但两年前的买入价同股票现在的价值又有什么关系呢？选择持有还是抛售为什么要受其影响呢？关键在于，同你现在或将来可能持有的股票相比，现在这只股票的相对表现如何。”

1966年对于巴菲特有限公司来说，又取得了令人震惊的成功，创下了空前的业绩回报纪录。按照大多数人的标准，巴菲特有限公司在1967年的经营业绩又是非常红火的一年。然而，巴菲特在这种大好形势下却感到一片忧虑。于是，巴菲特对巴菲特有限公司的资产进行了彻底清算。1973—1974年，巴菲特有限公司刚刚解散完毕，股票市场就如巴菲特原来担心的那样崩盘了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读：欧奈尔——每个投资者都应掌握的卖出原则

投资者把大多数时间都花在确定应当买入哪只股票上。他们只花极少的时间考虑什么时候以及在什么样的情况下应该卖出股票。这是一个严重的错误。在卖出决策上，投资者应当花同样多的时间。如果你买得好又卖得好，你会成为一个相当成功的投资者。没有一个专业的运动队会只有好的进攻而没有好的防守。在本文我们将讨论最重要的卖出原则。

最重要的卖出原则是什么?

原则一，当然是适时止损。我用8%作为我的标准。如果这么做，总体上你的损失水平不会达到这个底线，因为在一些股票还没有跌去8%的时候，你就可能已经意识到它的表现会不佳了。

我学到的又一样东西是：一日我所持有的股票的价格已经上升了相当一段空间，不要让到手的利润溜走。例如，我以每股50美元的成本买入了某只股票，该股票的价格上涨到了58美元或59美元，如果其价格回落到了50美元，这时候我就会毫不犹豫地将其卖出。

然而，最重要的卖出原则是利用图表在合适的时机买入真正的市场领导者。如果你总是在股票从底部启动的时候买入，那么你遭受8%的损失的可能性就很小。实际上，这样做你不仅是抢先了一步，同时也会获得有利的底部支撑。

如何避免投资于真正有潜力的优质股时被震仓出局?

你所买的股票中大约有40%其价格会回落到你最初买入的价位，这种情况会维持1~2天，有时还伴随着巨大的成交量。不要被这种急剧然而又是很正常的价格回落给吓倒了。只要你的止损点还未被触及到，你就要耐心地等待。有时候一只股票要花好几周的时间从发射台慢慢起飞。只有善于等待才能赚到大钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候，在1~2天内，你持有的股票的价格可能会回落到50日均线附近，或者略低于50日均线。这通常是一个潜在的买入机会，所以不要上当而在此时卖出。

此外，如果你手里的市场领先股票在2~3周内就上涨了20%，也不要急于在这时卖出以获利了结。如果你持有的是一只真正的优质股票，那么，其在短时间内上涨20%的事实则正表明了其强势和潜力。

你必须有耐心，多给你的股票一点时间，大幅度的价格上升需要时间来展开，所以从你买入之日起，最少等待8~10周，然后再判断。在有些情况下，股票这时已涨了40%。

到这个时候，你所持有的股票才算最后从发射台上起飞了，然后，你就可以在其价格继续上升的途中关注其是否发出了一些卖出信号，以决定何时获利了结。

还有哪些卖出原则？

有30%领导市场的股票在经历了数月的价格上升后会迎来其价格顶峰。此时股价上升速度较以前加快，通常在1~2周内就上升25%~50%；10天中有8天其价格都在上升，而且日交易量持续放大。

在股价即将见顶的前几天，可能会有一天出现自股价上升以来的最大涨幅，这是一个卖出信号。现在，当每个人都为这只股票而疯狂的时候，就是你卖出的时机了。在股市上，成功的投资决定通常与大众的意见是相左的。

当某只股票的市盈率较其从底部启动时算起已经增加了130%或者更多的时候，也应该考虑卖出该只股票了。

当你持有的股票价格向下穿越其上升通道达到2%或3%的时候，也应当考虑卖出。用直线连接股票价格的3个峰值，然后再通过其3个价格最低点作出平行线即得到该股票的上升通道。

这些平行线应当在长期趋势中作出，在过短的时间内得出的通道线是不成熟的，所以你应当确定你所选择的是数个月内的3个价格高点。

大多数市场领导者能够持续上涨1年以上。因此，如果你因为市场传闻或受到别人意见的影响，在该类股票上涨了仅仅4到5或6周后就获利了结，你就出局得太早了。最终你会与接踵而来的巨大利润失之交臂。

还有哪些卖出原则？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下是更多的助你斩获利润的卖出原则：

1. 如果某只股票的每股收益连续两个季度有明显的下降，应考虑卖出。（如收益增长率几个季度以来一直为100%，但在最近两个季度却骤降为30%然后到20%）

2. 如果你所持有的股票从底部形态突破时，其交易量较前期为少，则表明在关键点位对该股票的需求不足，则应考虑卖出。有效的突破中，交易量较以前的平均交易量应当上升至少40%～50%。

3. 某只股票突破底部形态的当天有相当的成交量配合，但紧接着价格回落，此后的数天内又放量下跌4%～5%，这表明此形态可能无效。如果发生这种情况，则应减仓或空仓。

4. 如果你手中的股票已经在好几个月中涨了可观的一段，并在此过程中形成了几次底部，那么当该股票第四次从底部突破时，你应当考虑卖出。因为此时人人都在关注这只股票，而股市上过于显眼的股票基本上就没什么戏了。

5. 如果某个行业中领头的股票价格下跌，并被大量卖出，而此后价格回升无力，则该行业中其他的股票也应当考虑卖出。

6. 如果你持有的股票价格持续上涨了一到两个月以上，在其股价跳空高开后，就应当考虑卖出了，因为这常意味着其价格的最后一跃。该跳空缺口被称之为竭尽缺口。但是，接近有效底部的跳空缺口是不必担心的，所以不要把竭尽缺口和上升途中的缺口混淆了。

7. 如果某只股票在长期上涨后以单日最大成交量收盘，这将是一个卖出信号。

8. 有时候我会因为某只股票的价格上升幅度不及我持有的另一只股票高而将其卖出，然后用变现所得投入表现更好的股票。

1990年下半年，我卖出了我在正确的时机买入的家得宝公司（Home Depot）的股票。Home Depot公司是一家很棒的公司，并且我确信其股价会翻番。但是我想用在Home Depot上变现的钱来买入更多Amgen公司（美国安进公司）的股票，因为该公司走势更好，投资的项目利润率更高，而其价格有增长3倍的潜力。这种股票切换一般是比较少见的，但这作为一个例子可以说明，你必须通过一段时间来学会敏锐地辨别出你所持有的股票哪一只是市场上真正的领导者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是提高你卖出股票技巧的最好方法？养成分析你每年所有买卖决定的习惯，利用图表记下你每次买卖股票的价位和时机。

将使你获利的决定同那些结果不太好的分开。花几周的时间来对此作出分析。在那些使你获利的决定中你有无发现什么共同规律？而那些结果不太好的决定中，是否存在着什么共同问题？

我保证这么做你会发现一些有价值的东西来帮助你在今后避免重蹈覆辙。但你一定要客观和正视你的错误。

大多数人都不愿花时间这么做，但这正是你提高的方法——无论是在股市里还是在生活中。个人偏见、骄傲、爱面子在股市中都是要不得的。并会使你付出沉重代价，所以你最好学会客观地分析你的错误，什么时候开始学习都不会为晚。

（本文摘编自：汪良忠．曹新点评．郎莹，译．欧奈尔：证券投资二十四堂课．中国时政经济出版社，2000－12）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

“市场效率理论”并非有效

如果你是投资家，你会考虑你的资产——你的企业将会怎样。如果你是一个投机家，你主要预测价格会怎样而不关心企业。

如果市场总是有效的，我只能沿街乞讨。

有效市场理论的倡导者们，似乎从未对与他们的理论不和谐的证据产生过兴趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告39：别指望预测股市

我从来没有见过一个能够预测市场走势的人。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

分析市场的运作与试图预测市场是两码事，了解这点很重要。我们已经接近了解市场行为的边缘了，但我们还不具备任何预测市场的能力。复杂适应性系统带给我们的教训是市场是在不断变化的，它顽固地拒绝被预测。

在电视电台的证券频道节目上，在网络、报刊等媒体的证券版面上，我们每天都会看到包括众多专家在内的无数投资人在想方设法预测股市下个交易日、下周、下月、下季、下年的走势。我们在书店也会看到许许多多的书籍在传授如何预测股市走势。中国的很多所谓“股神”经常预测股市，一次不灵，就再预测十次、百次，打持久战，直到预测实现为止。在其他国家也是一样。

1987年大崩盘过后，专家们的意见在当时非常悲观，甚至有经验丰富的投资经理说：“如果世界上最大的股票市场一天内下跌都超过22%，那么投资事业将永远难以复原。”还有大量的研究员预测，这次股市的大崩盘将引起一次严重的经济衰退，甚至是经济大萧条。然而事实似乎总是与专家的预测相反，随后美国股市展开长达数年的牛市行情。投资大师索罗斯表示：“对未来的预测经常是不准确的。但是我的确试图去预测并且当现实与我的期待不符时，愿意修正我的预期，因此我认为重要的是应该意识到我们对现实的理解永远是不完美的、欠缺的、可改进的，而且永远会不完善。这样你就不会迷失方向，会努力找到方向，因为你试图预测未来，但有时确实会走错路，那当然就要作出改变。所以必须对自己的信念保持质疑的态度，与此同时又必须有某种信念。”

巴菲特表示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我必须强调的是，预言家的墓地有一大半都躺着总体经济分析家。在伯克希尔公司，我们很少对总体经济作出预测，我们也很少看到有人可以长期作出准确的预测。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

对于未来一年后的股市走势、利率以及经济动态，我们不作任何预测。我们过去不会，现在不会，将来也不会预测。

投资大师索罗斯甚至认为市场总是扭曲现实，他表示："我对市场的看法与大家公认的看法不同。公认的看法是，市场能反映出所有现有的知识，因为市场比任何单独的市场参与者更能知道未来的走向。这在我看来是错误的，我认为市场总是扭曲现实，并不能反映真实情况，因为人们不可能准确地预知未来，因为未来尚未发生。但是，市场上的状况会影响未来。因此，我提出的第一个哲学原则是，我们并不真正了解我们所处的这个世界，我把这叫做'易错性'（fallibility）。第二个哲学是，我们对世界的误解、我们对世界的错误看法，其实反而会改变历史，我把这叫做'反身性'（reflexivity）。"巴菲特表示：

在快速变化的产业中预测一个企业的长期经济前景远远超出了我们的能力圈边界。如果其他人声称拥有高科技产业中的企业经济前景预测技巧，我们既不会嫉妒也不会模仿他们。相反，我们只是固守于我们所能理解的行业。如果我们偏离这些行业，我们一定是不小心走神了，而绝不会是因为我们急躁不安而用幻想代替了理智。幸运的是，几乎可以百分之百地确定，伯克希尔公司总是会有机会在我们已经画出的能力圈内做得很好。

人们总是渴望某个人告诉他们未来是什么样的。很久以前，国王雇佣一些人通过解读羊的内脏来预测未来。那些伪称了解未来的人总是有市场。今天相信预言家们预测未来和过去国王通过羊的内脏了解未来一样疯狂，世事总是周而复始地发生。事实上，无论股价涨跌，都有它的内在规律，预测解决不了问题。

未来永远是不确定的。在大家普遍看好时，你只能花高价从市场买入股票。所以，不确定性反而是长期价值者的朋友。

对于预测这一行，巴菲特讽刺地说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市预测的唯一价值，看来就是让风水师从中获利了。

因为这对投资来讲毫无价值，还会增加股民们的躁动情绪，股价涨则蜂拥而至，跟风炒作，股价跌则一散而逃，悲哀抛售。

事实上，人的贪欲、恐惧和愚蠢是可以预测的，但其后果却是不堪设想的。

格雷厄姆说：“离华尔街越远，你就越会怀疑那些所谓的股市预测或时机。”伯克希尔·哈撒韦所在的奥马哈离纽约那么远，巴菲特不相信所谓市场预测是很合理的事。

巴菲特认为，市场与预测是两码事，市场是在变化的，而预测是固定不变的，预测的固定不变只会给分析市场的人以错觉感。巴菲特在 1992 年致股东的信中写道：

作出第一项预测有违我们的本性。一直以来，我们认为股市预言家唯一的价值就是让算命先生看起来像那么一回事，即便是现在，查理跟我还是相信短期股市的预测是毒药，应该要把他们摆在最安全的地方，远离儿童以及那些在股市中的行为像小孩般幼稚的投资人。虽然有时股市的表现会有相当大的起伏，然而很明显的股市的表现不可能永远都能超越其背后所代表的企业，这也是为何我们胆敢预测未来 10 年投资人在股市所获得的报酬将很难再像过去 10 年那样的优异的原因。我们第二点结论，规模越来越大的资金将会拖累我们的绩效，对于这点倒是不容置疑，唯一的问题在于我们拖着这样的重担的同时，如何还能以缓慢但是可以忍受的速度前进。

1993 年 10 月 27 日，巴菲特在哥伦比亚大学商学院演讲时，着重批评了这种依靠股市预测短期投资的做法。他说，短期投资就是对即将发生的事情打赌；如果你用大量资金进行短期投资，那很可能会血本无归。

分析市场的运作与试图预测市场是两码事，了解这点很重要。我们已经接近了解市场行为的边缘了，但我们还不具备任何预测市场的能力。复杂适应性系统带给我们的教训是市场是在不断变化的，它顽固地拒绝被预测。

巴菲特认为，股票内在价值是可以预测的，可是股市本身是非理性的，是不能预测的，也没有谁能预测股市走势。我们只能利用它，却无法预测它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资大师索罗斯曾承认："我在金融上的成功与我预测时间的能力完全不相称。"索罗斯在2008年底接受《华盛顿邮报》记者采访时说，几十年来，他本人包括所有华尔街的任何一个投资大师，没有谁可以预测股市的走势。就像1987年的股灾，也没有一个人可以准确地预见。所以，索罗斯表示如果有人夸耀自己能够预测出股票走势，那么他一定是个骗子。

许多投资者仅使用历史评估方法或模式来决定股票什么时候便宜，什么时候贵。但历史评估方法的缺陷是对周边一切的依赖性。这就是说对个股的衡量取决于某一特定经济环境：某股的资本回报、某企业的经营状况以及战略实施。换句话说，历史模式只有在公司和行业发展的环境与评估方法建立之初的环境相似的条件下才会奏效。因此，历史并不会重演。

1987年，量子基金在日本进行了大量的投资，但日本的股价这时却遭到疯狂炒作，股市一路飙升，形成明显的大热局面。索罗斯看到了问题的严峻性，于是凭着自己的经验作了研究和对比。其实，在当时英国的股市市盈率是17.3倍，美国的是19.7倍，可是日本股市竟然接近50倍，显然这是一个非常危险的信号。排除股票的内在价值这一因素，索罗斯认为这种局面不会长久存在。他决定把资金撤到一个安全可靠的地方。经过分析之后，索罗斯依然根据自己的过去经验作出了判断，最终选择了华尔街的市场。他认为，美国股市正是处于较好的发展阶段，尽管股市也相当火暴，但还是非常乐观，市场有调节的迹象。

索罗斯对日本股市和华尔街股市的分析，应当说是符合投资市场的一般规律的，也是股市正常情况下的发展方向。可是，这次索罗斯根据经验把资金撤出日本转到华尔街不久，股市的发展恰恰与他的预测相反，华尔街的股市出现下跌500点的情况，日本股市却依然稳如泰山保持旺象。索罗斯的转资，在两个星期里，使量子基金的净资产损失了32%，由原来的26亿美元变成了18亿美元。

这次投资的失败，使索罗斯摆脱了对经验的过分崇拜。他由此得出结论，市场是不断变化和无规则运转的，相信经验，无疑会受限于经验所带来的投资技巧和方向，最终将无法摆脱经验的束缚和困扰。索罗斯告诫投资者，当所有的投资者都习惯某一规则的时候，游戏的规则也将发生变化。①

---

① 孙虹钢．索罗斯投资理财的22大绝招．新华出版社，2009－06

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告40：意外事件并不会影响你的投资

1997年亚洲出现了金融风暴，其后逐步扩散到俄罗斯与巴西。美国股市在两次波动之后都相对快速地恢复过来。可以看出，经济尤其是股市的恢复，总是快得出乎人们的想象，也并非在人们的预测范围之内。

如果我们发现一家自己喜欢的、值得投资的公司，其市价并不会对我们的决策产生实质性影响。从本质上说，我们是通过公司与公司之间的比较来作出决策的，几乎不考虑宏观经济因素。

换言之，如果有人向我们提交一份由最权威的学者作出的关于宏观经济运行的预测，内容包括失业率、利率以及经济运行在未来两年内是否良好等，我们并不会予以关注。我们只是试图关注自己了解并且价格合适、管理层令人满意的公司。我们对与国会相关的任何信息都不屑一顾。因为我们认为对于这些事情的关注对我们的投资决策没有裨益。

约翰·梅纳德·凯恩斯曾说过：“不要试图把握整个市场的运行，应努力找出你理解的公司，然后仅关注这些公司。”

30多年前，巴菲特没有能够预测到越南战争的爆发、物价与工资的调控、两大石油危机等事件，但没有预先知道这些事情的发生并不能阻止巴菲特取得过人的投资业绩。巴菲特说：

所有这些巨磅炸弹级的事件都没有在本·格雷厄姆的投资原则中留下任何痕迹，它们对我们低价购买良好企业也没有产生任何不利影响。假若我们让这些不可知的恐惧拖住手脚或改变资金的使用，你可以想象一下我们要付出的代价。

巴菲特在2001年年报中说道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为格雷厄姆·纽曼公司工作时，我问本杰明·格雷厄姆："当市场条件发生逆转时，谁能告诉我该怎么做。"他只是耸耸肩，回答说："最终市场会告诉我该怎么做。"我想他是对的：从短期来看，市场能告诉你买什么股票；从长远来看，它能告诉你买多少股票。

人们会变得非常贪婪、害怕或愚蠢这一事实是可以预期的，但这些情绪所导致的结果是无法预期的。市场就像救世主，会帮助那些能自救的人。

巴菲特解释说：

在今后30年里，一系列不同的大事肯定会发生。我们既不要试图预测这些事件，也不要试图从中获利。只要我们找到同我们过去购买的公司相似的企业，外部的意外事件将会对我们的长期结果产生极小的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告41：不要迷信技术分析

技术分析是每个投资者都很关心的事项，就像六合彩、赌马那样，因为时对时错，因而能够满足那些寻找刺激感的投机者的心理。技术分析论者坚信，根据历史一定能够预测未来。他们声称，只要知道过去的股价和成交量等精确的数据，就可以将未来的股价走势预测出来。格雷厄姆告诉巴菲特说：“技术分析有多么流行，它就有多么错误。”世界最成功的基金经理彼得·林区也是不相信技术分析的。被雅称为“现代金融学之父”的法玛教授甚至称技术分析为“占星术”。

在此之前，巴菲特曾有段时间十分迷信技术分析，也寄希望通过此类分析找到股市的发展规律，通过预测从中获利。从初中开始，巴菲特经常会去市中心的图书馆，阅读每一本和股票投资相关的书籍。遗憾的是，从10岁开始到快20岁，巴菲特在股市中摸索了10年，却发现技术分析看起来很美，但得到的回报和他付出的努力不成正比。用技术分析方法回顾分析过去的历史走势，简直是板上钉钉百发百中百算百灵；用技术分析方法预测未来的股价走势，和抛硬币的成功概率差不多，甚至更低。1998年的秋天，巴菲特在佛罗里达大学的商学院发表演说时说：

假如我要买一只股票，那我就会假设从明天开始纽约交易所就会关门5年以上，然后我也会很乐意地持有……很多人买股票，总是根据次日早晨股价的涨跌，来决定他们的投资是否正确，我想说这简直就是瞎扯。正像格雷厄姆所说，你买的是企业的一部分。格雷厄姆教给了我这项最基本的、最核心的策略，你买入的不是股票，而是一部分的企业生意。企业的经营好，你的投资回报就好，如果你的买入价格不是很离谱的话。这便是投资的精髓，你要买你可以看懂的生意。你买了一座农场，是因为你懂农场的经营和管理，这事就这么简单。这都是格雷厄姆的理念。当我很小时，就开始对股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感兴趣了，11 岁时就买了第一只股票，我对图线和成交量这些技术指标的研究一度沉迷，直到 19 岁，我幸运地拿起了格雷厄姆的书。我看到他说，你买的不是些每天起起伏伏的股票标记，而是公司的一部分生意。我突然豁然开朗，这么多年的迷惑全被驱散了，原来就是这么的简单，只需要去买自己熟悉的生意就可以了。

在这里需要详细说明一下这本被誉为投资圣经的《证券分析》这本书。1927 年格雷厄姆开始准备写作这本书。当时哥伦比亚大学邀请他讲授投资课程，格雷厄姆同意，但提出一个条件：必须有人记录他的讲课内容。当时一位年轻的助教大卫·多德自愿记录，他几乎记下了格雷厄姆讲的每一句话。在讲课记录的基础上，格雷厄姆整整用 7 年时间才写出《证券分析》这本书。写作《证券分析》这 7 年是格雷厄姆一生最动荡的 7 年。1927 年时美国进入大牛市，1929 年道琼斯指数最高涨到 348 点，随后连续 3 年暴跌，1932 年最低跌到 42 点，跌幅高达 89%。格雷厄姆本人牛市时是百万富翁，1932 年几乎倾家荡产。

格雷厄姆先是取得投资生涯最辉煌的成功，很快又遭受了最大的失败。但格雷厄姆并没有从此一蹶不振，而是重新思考，不断修正完善自己的价值投资策略，成功东山再起，不但弥补所有投资损失，而且重新成为百万富翁。正是经历了大起大落又东山再起的经验教训，格雷厄姆才能写出被誉为投资圣经的《证券分析》。①

巴菲特表示：

事实上，我甚至比这本书的合作者多德更熟悉这本书。我可以随口引用书中任何一段内容。这本书有七八百页厚，我却熟悉了解书中任何一个案例，我已经把整本书消化吸收了。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

除了我的父亲外，本·格雷厄姆理所当然地比任何人对我的商业生活都有着更大的影响。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

投资者期望那些技术分析预测专家会来告诉自己，未来的几个月内如

① "巴菲特投资 36 计"之调虎离山．上海证券报，2011－02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何炒股票赚大钱，那是根本不可能实现的幻想。如果真的能赚大钱的话，他们才根本不会告诉投资者，自己早就赚发了。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

你有看过技术分析师鼓励他的孩子以他的技术分析法选股投资的吗？但他们可能会鼓励孩子学他当技术分析师，尤其是当你明白这个行业可以不停地吸引到还未烧到手的人一试，而且每个课程你都可以每人收取几百，甚至上千元的学费。每个技术分析师都深懂期货经纪人也懂得的致富秘诀：只要自己不玩，肯定发达。

这些话可谓言简意赅，尖锐地道出了问题的实质。

仅仅一年，上证指数从2007年10月的6124点，下跌到2008年10月的1664点，跌幅达70%，使众多迷信技术分析的人损失惨重。技术分析师们在5000点、4000点、3000点、2000等众多点位，都分析过该点位为将来到的8000点甚至10000点过程中的阶段调整底部，可事实是一跌再跌。而到1664点后，又有分析师们认为上证指数会跌到1300点甚至1000点，可事实上多数股票出现了50%以上的强劲反弹。所以技术分析根本不值得投资者信赖，技术分析往往就是陷阱。

投资者总是信心十足地认为某种股票或某种市场从整体上将回落到平均域（平均域是一数学概念）——它将跟随某种可预测的定数格局走。但平均域是不稳定的，它基于众多投资者的不同预测的决策之上，而这些投资者又根据其他决策不断调整自己的决策，所以平均域总是在不断地移动变化。巴菲特说：

许多投资者认为市场只是一个简单的域性状态，但实际上市场是非域性的、复杂的、适应性的。只有当市场突然停止运作时，预测者的系统才有用武之地。

国际金融大鳄索罗斯说，任何运用在股市上的分析工具，只是我们当做参考的一个重要的因素，但绝不是不可更改的规律。一般来说，掌握分析工具并不困难，只要在投资市场做过几年的人都能够很快学会计算和分析。然而，这些都是一个投资人所应该具有的基本知识，仅仅靠这些远远不能够适应错综复杂的市场需要。1984年，巴菲特在哥伦比亚大学演讲时说道：

我总是惊奇地发现，如此众多的学术研究与技术分析臭味相投，他们关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注的都是股票价格和数量行为。你能想象整体收购一家企业只是因为其价格在前两周明显上涨吗？当然，关于价格与数量因素的研究泛滥成灾的原因在于电脑的普及应用，电脑制造出了无穷无尽的关于股价和成交数量的数据，这些研究毫无必要，因为它们毫无用途，这些研究出现的原因只是因为有大量的现成数据，而且学者们辛辛苦苦学会了玩弄数据的高深数学技巧。一旦人们掌握了那些技巧，不运用就会产生一种负罪感，即使这些技巧的运用根本没有任何作用甚至会有副作用。正如一位朋友所言，对于一个拿着斧子的人来说，什么东西看起来都像一颗钉子。

巴菲特在 1993 年的致股东信中举了一个例子，他说道：

在学术界，却喜欢将投资的风险给予不同的定义，坚持把它当做是股票价格相对波动的程度，也就是个别投资相较于全体投资波动的幅度。运用数据库与统计方法，这些学者能够计算出一只股票“精确”的 Beta 值，代表其过去相对波动的幅度，然后根据这项公式建立一套晦涩难解的投资与资金分配理论，为了渴望找出可以衡量风险的单一统计值，但他们却忘了一项基本的原则：宁愿大概对，也不要完全错。

对于企业的所有权人来说，这是我们认为公司股东应该有的想法，学术界对于风险的定义实在是有点离谱，甚至于有点荒谬。举例来说，根据 Beta 理论，若是有一种股票的价格相对于大盘下跌的幅度更高，就像是我们在 1973 年买进华盛顿邮报股份时一样，那么其风险远比原来高股价时还要更高，那么要是哪天有人愿意以极低的价格把整家公司卖给你时，你是否也会认为这样的风险太高，而予以拒绝呢？

事实上，真正的投资人喜欢波动都还来不及，本·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书的第八章便有所解释。他引用了市场先生理论，市场先生每天都会出现在你面前，只要你愿意都可以从他那里买进或卖出你的投资，只要他老兄越沮丧，投资人拥有的机会也就越多，这是由于只要市场波动的幅度越大，一些超低的价格就更有机会出现在一些好公司身上，很难想象这种低价的优惠会被投资人视为对其有害。对于投资人来说，你完全可以无视于他的存在或是好好地利用这种愚蠢的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告42：拒绝诱惑需与“市”隔绝

不要浪费你的时间和精力去分析什么经济形势，去看每日股票的涨跌，你花的时间越多，你就越容易陷入思想的混乱并难以自拔。

巴菲特喜欢购买在任何经济形势中都有机会获益的企业。巴菲特认为，如果一个人打算拥有一个企业的股份并长期持有，但又去注意每一日股市的变动，这是不合逻辑的。

巴菲特的投资策略，与我们大多数投资者的不同之处在于：我们天天盯着股价变化，巴菲特根本不关心股价是涨是跌；我们天天预测明天的股价是多少，巴菲特根本不去想这些数字会如何变化；我们天天忙着做差价搞投机，巴菲特根本不做差价，而是长期持有。

试着不要注意股价48小时，不要看着计算机，不要对照报纸，不要听股票市场的摘要报告，不要阅读市场日志。如果在两天之后持股公司的状况依然不错，试着离开股票市场两天，接着离开一个星期。很快你将会相信自己的投资状况依然健康，而你投资的公司依然运作良好，虽然你并没有注意它们的股票价格。

彼得·林奇曾去巴菲特的办公室专门拜访他。他发现巴菲特办公室里的一个奇怪的现象，那就是没有电脑。当他提出自己的这个疑问时，巴菲特笑着说：

我从来不关心股价走势，也没有必要关心，如果我看了，也许它会妨碍我作出正确的选择。

巴菲特只会在看报纸时顺便看看收盘价而已。

就像巴菲特所说：就算有足够的内部消息和100万美元，你也可能在1年内破产。也正如彼得·林奇所说的“当心小声耳语的股票”。彼得·林奇认为“小声耳语的股票”实际都是一旦冒险成功将获得巨大回报但成功机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常微小的高风险股票。当你听到这些“小声耳语的股票”时，肯定你的邻居们也听到了这些“小声耳语的股票”。

对于成熟的股票投资者而言，信息仅仅是信息，中国股市是一个很不成熟的资本市场，最大的问题就是庄家与普通散户的信息掌握不对称。市场经常会发出各种充满诱惑或令人恐慌的各种信息，事实上，远离这些信息才是我们唯一正确的选择。

巴菲特说，如果在股市上真的有所谓内幕消息，这些人又怎么可能舍得把这种珍贵而绝密的消息传出来呢？比如一家公司收购另一家公司，只要消息一公布，这两家公司的股价都会大幅度上涨的。如果这种内幕确有其事，相关人员也不可能透露出来的——他为什么不自己先大量买入这些股票好好地赚一笔呢？

巴菲特认为，远离市场才能保持独立和清醒。巴菲特牢记格雷厄姆的教诲，想尽办法将自己与股市隔离，与“市”隔绝。巴菲特坚决不住纽约——华尔街所在的城市，而是居住在自己的老家——美国的奥哈马市，城市人口只有40万。他这样做的目的就是远离市场，保持独立和清醒的头脑。巴菲特说：

> 天天在嘈杂的市场里，想要依靠巨大的定力免受市场诱惑是很困难的，唯一的办法就是与“市”隔绝，但不是与世界隔绝。

这是声音理论，噪声太强了会影响自己的思想，其实巴菲特也是人，如果把巴菲特放在我们所处的环境中，也有可能会做错。他不去看股价行情，拒绝那些华尔街分析师们的“热情建议”，而是让自己静下心来，去倾听公司的声音，而不是市场的声音。

巴菲特曾经说过，投资的风险实际上是你持有该投资期限的一个函数，如果你明天必须要把投资的股票卖出去，那么股票的波动对你影响很大，但如果你是几年之后才需要卖出股票，那么短期的波动对你没有什么影响。基金经理绩效考核是短期进行的，所以波动对他们的影响是很大的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 43：不盲目投资“烟蒂股”

“雪茄烟蒂式投资”是“价值投资之父”——本杰明·格雷厄姆的学术精华。研究生阶段，巴菲特是格雷厄姆的得意门生。毕业后，格雷厄姆邀请巴菲特到自己的公司共事，巴菲特以教授的理论与实践经验来寻找那些被格雷厄姆称做“烟蒂股”的股票。所谓“烟蒂股”即股价十分低廉，花很少钱就可以买到的股票（就是我们经常称谓的“垃圾股”）。当他确定下股票后，会向格雷厄姆请教，然后就力所能及地购买。

巴菲特善于找到那些“烟蒂股”，以低于净资产的价格买入后，等待市场将它重新点燃。即使后来在开办了自己的公司后，巴菲特依然遵循着“烟蒂式投资”。在 1987 年美股崩盘后，他买进了大量的“烟蒂股”，并进行了一些并购，这使得伯克希尔·哈撒韦逐步变成金融界的庞然大物。之后，巴菲特终于遇到了挫折。1989 年，巴菲特在给股东的信中回忆道：

首先我所犯的第一个错误，当然就是买下伯克希尔纺织的控制权，虽然我很清楚纺织这个产业没什么前景，却因为它的价格实在很便宜而受其所引诱。虽然在早期投资这样的股票确实让我获利颇丰，但在 1965 年投资伯克希尔后，我就开始发现这终究不是个理想的投资模式。

巴菲特同样是在经历过一些失败之后，才得出这样的教训的。

1969 年，巴菲特因股票市场的高度投机的氛围而结束自己创办的投资合伙公司。之后，他将资产转至伯克希尔·哈撒韦公司。伯克希尔·哈撒韦公司虽有过辉煌的历史，但当巴菲特有限公司在 1965 年接管了伯克希尔·哈撒韦公司时，这家公司经营亏损超过 1000 万美元。巴菲特在接下去的 20 年中，虽经过了努力，但权益资本收益率一直未超过 10%。然而，巴菲特相信经营纺织品仍有利可图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔·哈撒韦公司进入20世纪80年代后，巴菲特逐渐从事实中悟出了一些道理。由于纺织品是一种与竞争对手的产品很难区分的商品，国外的竞争者依靠雇佣廉价劳动力的低成本竞争优势挤压经营利润。为了保持竞争力，纺织厂需要补充相当大的资本投入，这在通货膨胀的环境中是很可怕的，一旦经营回报匮乏就会陷入灾难之中。

伯克希尔·哈撒韦公司年度报表中纺织分部的业绩越来越差，最终，1985年7月，巴菲待终于删除了有关纺织部门的一页，从而结束了这项大约有100年历史的业务。巴菲特从中悟出了一个宝贵的教训：很少有人能成功地扭转一个已病入膏肓的亏损企业。[①]

1985年，巴菲特在给股东的信中这样写道：

想要对在商品化产业是否应继续投资作决定，看看伯克希尔工业（伯克希尔·哈撒韦的前身）20年来为美国最大的纺织公司，1964年该公司的营业额约为12亿美元，他们在行销与生产上拥有我们无法比拟的优势，当然盈余数字也比我们要好看得多，当然它的股价为60美元。之后伯克希尔决定固守纺织本业，直到1985年营业额达28亿美金，在此20年间该公司总计投入约30亿美金的资本支出，这数字远比其他同业高出许多，换算每股约为200元，而我相信大部分的花费用于降低成本与扩张之上，以该公司决定固守本业的决定之上，这种投资决策绝对是合理的。

但尽管如此，比起20年前该公司现在的实际销售数字与投资报酬却是大不如前，该公司现在的股价是34元，若考虑1965年每两股配一股计算在内，大约略高于当年的60元，而在此同时，消费者物价指数却早已增加3倍，因此每股大约仅剩下当初1/3的购买力，虽然每年有固定的盈余发放，但它的购买力一样受到严重的减损。

这个对股东来说最悲惨的结局，说明了花费大量人力物力在错误的产业所可能导致的后果，这种情况有如塞谬·杰克森的那匹马，一只能数到10的马是只了不起的马，却不是了不起的数学家，同样的一家能够合理运用资金的纺织公司是一家了不起的纺织公司，但却不是什么了不起的企业。

从个人的经验与观察得到一个结论，那就是一项优异的记录（从投资报酬率的角度来衡量）背后你划的是一条怎样的船更胜于你怎样去划（虽然不

---

① 小罗伯特·G. 海格士多姆. 朱武祥，译. 沃伦·巴菲特之路. 清华大学出版社，2007－05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管一家公司好或坏，努力与才能也很重要），几年前我曾说当一个以管理著名的专家遇到一家不具前景的公司时，通常是后者会占上风，如今我的看法一点也不变，当你遇到一艘总是会漏水的破船，与其不断白费力气去补破洞，还不如把精力放在如何换条好船之上。

有关巴菲特在纺织业投资的失败历史还有一段后话：

有些投资人在买卖股票时把账面价值看得很重（就像早期我的作风一样），也有些经济学者相信重置价值在计算一家公司的股价时极为重要，关于这两种说法在经过拍卖纺织机器设备后，让我好好地上了一课，卖掉的设备（包括部分先前已处理的）满满一工厂全为可用品，原始成本为 1300 万美金（包括近几年投入的 200 万美元），经过加速折旧后，账面价值 86 万美金，虽然没有人会笨到再继续投资，但要买一套全新的设备也要花三四千万美金。但你知道吗？整个机器处理后只收到 16 万美元，扣除掉处理所耗费的成本，最后一毛也不剩。

对于这次投资，巴菲特说道：

是的，我也犯过许多错误，包括位于新英格兰的一家叫伯克希尔的纺织厂。这家落后的纺织企业最终被关闭，然而公司的结构和名称却得以保存，它成了一家投资企业。

这家公司就是现在巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司。巴菲特表示：

如果你以很低的价格买进一家公司的股票，应该很容易有机会以不错的获利出脱了结，虽然长期而言这家公司的经营结果可能很糟糕，我将这种投资方法称之为“烟蒂”投资法，在路边随地可见的香烟头捡起来可能让你吸一口，解一解烟瘾，但对于瘾君子来说，也不过是举手之劳而已。

不过除非你是清算专家，否则买下这类公司实在是属于傻瓜行径，第一，长期而言，原来看起来划算的价格到最后可能一点都不值得，在经营艰困的企业中，通常一个问题才刚解决不久，另外一个问题就又接踵而来，厨房里的蟑螂绝对不会只有你看到的那一只而已。第二，先前的价差优势很快地就会被企业不佳的绩效所侵蚀，例如你用 800 万美元买下一家清算价值达 1000 万美元的公司，若你能马上把这家公司给处理掉，不管是出售或是清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算都好，换算下来你的报酬可能会很可观，但是若这家公司要花上你10年的时间才有办法把它给处理掉，而在这之前你只能拿回一点点可怜的股利的话，相信我时间虽然是好公司的朋友，但却是烂公司最大的敌人。

或许你会认为这道理再简单不过了，不过我却必须经历惨痛的教训才真正地搞懂。在买下伯克希尔纺织厂不久之后，我又买了巴尔的摩百货公司、霍克希尔德·科恩与一家叫多元的零售公司（后来与伯克希尔合并），我以相当的折价幅度买下这些公司，经营的人也属一流，整个交易甚至还有额外的利益，包含未实现的房地产增值利益与后进先出法的存货会计原则，我到底还漏掉了什么？还好3年之后，算我走狗运，能够以成本价左右的价格脱身，在跟霍克希尔德·科恩公司结束关系之后，我只有一个感想，就像一首乡村歌曲的歌词所述的："我的老婆跟我最要好的朋友跑了，我是多么地怀念她！"

我可以给各位另外一个个人经验，以合理的价格买下一家好公司要比用便宜的价格买下一家普通的公司来的好得多，像查理（巴菲特的老搭档）老早就明白这个道理，我的反应则比较慢，不过现在当我们投资公司或股票时，我们不但选择最好的公司，同时这些公司还要有好的经理人。

经过反思后，巴菲特表示：

除非你是一个清算专家，否则买下这类公司的投资方法实在是非常愚蠢。

让巴菲特产生这样想法的原因有两点。

第一，原来看起来非常便宜的价格可能到最后一钱不值。巴菲特说：

厨房里绝对不只你看到的那一只蟑螂。

这话意思是说，当投资者看到公司的公开数据（比如年报）都存在有明显问题的时候，就不要去碰这只股票了。因为看不到的问题还更多。

第二，任何你最初买入时的低价优势很快就会被企业过低的投资回报率侵蚀。

上述投资道理也许听起来再浅显不过了，但却是巴菲特经历了惨痛的教训后才真正领会到的，也是巴菲特在多次的教训中学习了好几遍才掌握的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在1992年致股东的信中写道：

过去我看过许多对于购并活动相当饥渴的经理人，很显然地可能是小时候青蛙王子的故事看太多了，脑中只记得那美丽的结局，他们很慷慨地花大笔的银子取得亲吻青蛙的机会，期望会有神奇的事情发生，而失望的结果往往只会让他们更积极地寻找下一次机会（三塔亚（内）说：所谓的狂乐就是当你忘了目标何在时，还加倍投入你的心力），到最后即使是最乐观的经理人还是要被迫面对现实，深陷在一堆没有反应的青蛙当中，然后他会再大声地宣布将进行另一波的重整改造方案中，在这种企业版的全新出击方案中，CEO学到相当宝贵的教训，只不过学费却必须由股东们来出。

早年在我担任经理人时，也曾碰到几只青蛙，还好它们算是相当便宜的了，虽然我并没有那么积极，但所得到的结果与那些花高价追求青蛙的经理人差不多，在亲了之后，它们还是依然呱呱叫。

在失败过几次之后，我终于想起我曾经从某位职业高尔夫选手那听到的建议（像所有职业选手一样，只要和我打过球的，通常都不太愿意我提起他们的名字），他说：“不断地练习虽然无法达到完美的境界，但练习却能够使你的成绩永续维持。”也因此我决定改变我的投资策略，试着以合理的价格买进好公司而不是以便宜的价格买进普通的公司。

巴菲特非常喜欢用喜诗糖果公司的例子来说明问题。喜诗糖果正好代表了巴菲特寻找的优秀企业典范：对有形资本需要很小、惊人的无形资产（商业价值）、拥有强大的经济特许权、较强的赢利能力。实际上，正是从买入这只股票开始，他才彻底抛弃过去那种捡便宜股票的“雪茄烟蒂”式的投资方式，走上一条追求明星企业的投资之路。巴菲特在伯克希尔公司1983年的年报中说道：

相对来说，在1972年只有很少几家企业预计会像喜诗那样持续保持25%的有形资产净值税后收益率，而且是在保守的会计政策和没有财务杠杆的情况下产生的。也就是说，并不是存货、应收账款或固定资产的公允市场价值等因素产生如此之高的超额回报率，其根本原因是无形资产，也就是品牌的力量。特别是消费者在与产品和雇员打交道的过程中产生的无数次愉快体验，为品牌树立了良好的口碑和声誉。这种声誉创造了一种消费者特许权，它使产品对于消费者的价值，而不是产品的生产成本成为售价的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要决定因素。消费者特许权是商业价值的一个主要来源。其他来源包括不受利润管制影响的政府特许权(例如电视台)以及在一个行业中持续保持低成本生产者的地位。①

虽然巴菲特抛弃了"烟蒂式"的投资方式,但是却秉承了"雪茄烟蒂式投资"的核心理念即"安全边际"——"价值远超过价格的安全保障"。而巴菲特本人的再创新,真正是将格雷厄姆的投资理念发扬光大。

投资大师欧奈尔同样认为,最不好的投资习惯是对低价股的莫大兴趣。他在《证券投资二十四堂课》一书中写道:"买一大堆2美元、5美元或者是10美元的股票,然后看着它们股价翻番,听起来是个很棒的主意,但问题在于,你在博彩中中奖的机会可能还更大些。实际情况是,投资股票与购买打折衣物和汽车是不同的。股票市场是一个竞价市场,股票按其内在价值交易。当你买了廉价股时,你所得也不会多。过去45年来,表现最好的股票在其股价翻番或是涨了3倍或更多之前,其均价为28美元一股。这就是历史的事实。廉价股蕴涵了大得多的市场风险。"

被誉为"世界最好的基金经理人"的彼得·林奇表示:"当股价下跌时,一只表现糟糕的低价股和一只表现糟糕的高价股同样非常危险。"然而可以肯定的是,许多投资者还是会抵抗不住一只股价仅仅只有3美元的超低价股的诱惑想要捡便宜货,这种投资者总是会对自己说:"股价仅仅只有3美元,我能亏多少呢?"

① 村人. 股市制胜:巴菲特投资经典6要素. 北京邮电大学出版社,2008-02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告44：投资而不是投机

沃伦·巴菲特、约翰·梅纳德·凯恩斯、本·格雷厄姆等国际投资大师都对投资与投机的区别进行过解释。按照凯恩斯的观点：“投资是对资产在其整个生命期内的收益进行预测的一项活动；而投机是预测市场心理的一项活动。”对格雷厄姆来说：“投资活动是在全面分析的基础上保证本金的安全又能产生令人满意的收益。而不能满足上述条件的活动则是投机活动。”巴菲特认为：

如果你是投资家，你会考虑你的资产——你的企业将会怎样。如果你是一个投机家，你主要预测价格会怎样而不关心企业。

巴菲特将投资形容为马拉松长跑，起跑时不要抢在前头——选择正确的投资策略，在中途一时跑得快也不一定会赢——不追求投机的高额回报，关键是要坚持下来跑完全程——不要亏空出局，才有可能取得胜利，笑到最后。

我们认为那个术语“价值投资”是多余的。如果“投资”不是寻找至少足以证明投入的资金是正确的有价值的行为，那么什么才算是“投资”呢？有意识地为一只股票计算价值并希望它马上可以按更高的价格卖出——应当被列为投机（我们认为，它既违反规则、伤风败俗，又不能在经济上获利）。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

华尔街会把任何东西卖给投资者；当投机看起来轻易可得时，它是最危险的。

在巴菲特看来，投机太累，投资远比投机要轻松。

投资更容易。我一直觉得受基本原理的支配来估算权重，要比受心理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学的支配来估算股票容易得多。

巴菲特投资股票的策略也是避开那些所谓高速成长、光彩夺目的亮丽公司，因为其中投机的成分太重；而是选择那些增长速度中等但能持续稳定增长的公司来投资。

巴菲特要投资不要投机，在买卖中国石油股票中就可充分体现出来。当巴菲特卖掉中石油的股票时，他认为已经达到他所设定的投资价值；如果中石油再涨，投机的成分就浮现。此时，他果断地出售中国石油的股份，避免由于贪婪将投资变成投机。

恐惧和贪婪这两种传染性极强的流行病的突然暴发，在投资世界永远会一再出现。这些流行病的发生时间却难以预料。由它们引起的市场价格与价值的严重偏离，无论是持续时间还是偏离程度也同样难以预测。因此我们永远不会试图去预测恐惧和贪婪任何一种情形的降临和离去。我们的目标是相当适度的：我们只是想在别人贪婪时恐惧，而在别人恐惧时贪婪。

巴菲特的简单哲学告诉我们：投资不是投机，这才是成熟市场的成功之道。他说：

只有在潮水退去的时候，你才知道谁在裸泳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告45：不要相信“市场效率理论”

巴菲特认为，著名的股票“市场效率理论”其本身就是无效的。因为股市行情瞬息万变，虽然有那么多专家、学者包括投资者个人都在研究它，以便能发觉其中的秘密和规律，可是由此形成的只是一系列似是而非的股票投资理论，其中最著名的就是“有效市场”理论。

市场效率理论（Efficient Markets Hypothesis，简称 EMH），始于 1965 年美国芝加哥大学著名教授尤金·法玛在《商业学刊》（*Journal of Business*）上发表的一篇题为《证券市场价格行为》的论文。并由尤金·法玛于 1970 年深化并提出的。此理论的假说认为，证券资产的价格总是完全反映了所有相关的信息，因此没有必要发掘新资料。根据此理论，因为市场价格随时反映一家公司的所有状况，所以股市上的股价都是最合理的，因此没有所谓的廉价股。他认为，对股市进行预测是不必要的，因为你还没有预测好股价就又变化了，实在令人捉摸不透。

1984 年，巴菲特在哥伦比亚大学演讲时说道：

企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间有很大的差异，实质上，一些投资者利用了两者之间的差异，却毫不在意有效市场理论家们所关心的那些问题——股票应该在星期一还是星期二买进，在 1 月份还是 7 月份买进等等。简而言之，企业家收购企业的投资方式，正是追随格雷厄姆与多德（《证券分析》一书的合作者）的投资者在购买流通股票时所采用的投资方式——我十分怀疑有多少企业家会在收购决策中特别强调交易必须在一年中的某个特定月份或一周中的某个特定日子进行。

如果企业整体收购在星期一或星期五进行没有任何差别，那么我无法理解那些学究们为什么会花费大量的时间和精力研究代表该企业一小部分股权的股票交易时间的不同将会对投资业绩有什么影响。追随格雷厄姆与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多德的投资者根本不会浪费精力去讨论什么 Beta、资本资产定价模型、不同证券投资报酬率之间的协方差，他们对这些东西丝毫也不感兴趣。事实上，他们中的大多数人甚至连这些名词的定义都搞不清楚，追随格雷厄姆与多德的投资人只关心两个变量——价值与价格。

巴菲特以自己的亲身经历和骄人的投资回报，彻底否认了市场有效理论。巴菲特持续成功的投资业绩则是对有效市场理论最强有力的挑战。在 50 多年的投资生涯中，不管是熊市还是牛市，巴菲特始终坚持这一原则。巴菲特曾说过：

如果市场总是有效的，我只能沿街乞讨。

巴菲特经常劝诫人们要持有那些具有稳定增长潜力的公司股票。巴菲特选择价值被低估的股票的能力生动而极为成功地否定了市场有效性理论。这一理论认为，证券的价格准确地概括了公司及其发行的股票的相关信息。巴菲特表示：

有效市场理论的倡导者们，似乎从未对与他们的理论不和谐的证据产生过兴趣。

巴菲特坚持认为(事实证明，他的观点更耐人寻味)，市场价值常常明显地偏离内在价值，内在价值代表了企业经济属性的真正而持久的价值。1985 年，巴菲特在给股东的信中这样写道：

我们之前曾提到过去 10 年来投资环境已由过去完全不看重大企业的情况转变成适当地认同，华盛顿邮报就是一个最好的例子。我们在 1973 年中以不到当时内在价值 1/4 的价格买进股权，计算价格/价值比并不需要有独到的眼光，大部分的证券分析师、经纪人与媒体经营者跟我们一样估计该公司的价值约在 4 亿到 5 亿美元之间，但当时其仅 1 亿的股票市值却是随处可见，只是我们具有的优势是态度，我们从格雷厄姆那里学到成功投资的关键是在买进好的公司股票在其股价相对于代表的实际价值被低估的时候。在 1970 年代早期大部分的机构投资人却认为企业价值与他们考量买进卖出的价格并无太大关联，现在看来当然令人难以置信，然而当时他们受到知名的商学院所提出的新理论所惑，“股票市场具有完全的效率，因此计算企业的价值对于投资活动一点也不重要”。事后想想我们实在欠这些学者太多了，在不管是桥牌、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西洋棋或是选股等斗智的竞赛中，还有什么能让我们更有利的，当对手被告知思考是白费力气的一件事。

1973—1974 年华盛顿邮报表现依旧良好使得内在价值持续增加，尽管如此我们在该公司的持股市值却由原始成本的 1000 多万美元减少 25% 变成 800 万美元，本来我们觉得已经够便宜的东西，没想到在一年之后具有无比大智能的市场又将它的标价向下调整到至少比其实际价值少两成的地步。

美好的结局可以预知，Kay Graham（凯·格雷厄姆）——华盛顿邮报的总裁具有无比的智能与勇气。除了拥有极佳的管理才能将公司的内在价值进一步提升之外，更大手笔地以便宜的价格大量买回公司的股份，在此同时投资人开始认识到公司特殊的竞争优势而使得公司股价回升到合理的价位。所以我们经历了三重享受：一来公司本身的价值提升；二来每股所代表的价值因公司实施库藏股又增加；三来随着折价幅度逐渐缩小，股价的表现超越公司价值实际增加。

在巴菲特所持有的股票中，可口可乐排第一，后面的依次是美国第二大铁路运营商伯灵顿北方圣太菲铁路公司、富国银行、美国运通、宝洁、卡夫食品、沃尔玛、西科电气国际公司、康菲和强生公司。

巴菲特在给股东的信中说道：

就我个人的看法，就我个人过去在格雷厄姆·纽曼公司、巴菲特合伙企业与伯克希尔公司连续 63 年的套利经验，说明了效率市场理论有多么的愚蠢（当然还有其他一堆证据），当初在格雷厄姆·纽曼公司上班时，我将该公司 1926—1956 年的套利成果做了一番研究，每年平均 20% 的投资报酬率，之后从 1956 年开始我在巴菲特合伙企业与之后的伯克希尔公司，运用格雷厄姆的套利原则，虽然我并没有仔细地去算，但 1956—1988 年的投资报酬率应该也有超过 20%（当然之后的投资环境比起格雷厄姆当时要好许多，因为当时他遇到过 1929—1932 年的景气大萧条）。

如果你相信有效市场，那你就认为，股票的价格总是反映了所有的公司的相关信息，你的操作手法就是追涨杀跌，你无须了解公司的基本面，因为基本面反映在股价上，你只要进行技术面分析就可以了。如果你认为市场是无效的，那你就可以不理会大盘的涨跌，抛开技术分析，只要公司的价值和股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格相一致，就是你极佳的买入点。①

巴菲特认为，之所以说市场有效理论不成立，主要原因有以下几点：

首先，投资者并不总是理智的。有效市场理论认为，投资者采用了所有可信的信息后，就会在市场上定出理智的股价来。然而可笑的是，投资者不可能都是理智的，理智的投资者也不可能总是理智的。

其次，即使有关股票的信息是充分而有效的，投资者对这些信息的分析和利用也不可能都是正确的。尤其是他们不可能根据上市公司的内在价值来确定股价，而通常会采用其他更"便捷"的方式决定股价高低。

最后，即使投资者是理智的，也确实是根据公司内在价值来决定股价的，股价也是反映"当前"而不是"长远"的内在价值。②

巴菲特并非认为市场永远是不理性的，他表示，市场大部分时间都是正确的，关键在于，要学会分辨市场何时误入歧途，他是随机理论的最大反对势力。

---

① 巴菲特挑战有效市场理论．上海证券报，2007－02

② 严行方．巴菲特投资10堂课．中国城市出版社，2008－04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读一：巴菲特近些年来所犯的错误

此前我曾经提到过，去年(2008 年)我犯了一个严重的投资错误(可能还有很多，只是这个被发现了而已)。查理或者其他人都跟此事无关。在油价和天然气价格接近最高点时，我购买了大量的康菲石油公司股票。我没能预计到 2008 年下半年能源价格的戏剧性下跌。我仍然认为未来石油价格会比现在的 40 ~ 50 美元高得多。但是到目前为止我错得离谱。即使石油价格回升，我选择购买的时机也让伯克希尔消耗了数十亿美元。

我还犯了一些目前已经可见的错误。这些错误不那么大，但不幸的是，它们也不小。2008 年，我用 2.44 亿万美元买了两家爱尔兰银行的股票，当时那股价看上去便宜得很。年底时这些股票的价值已经低到不能再低：2700 万美元，我们损失了 89% 的钱。那之后，那两只股票的价格还在一路下跌。网球比赛的观众会称这种行为为“非受迫性失误”。

去年的投资也有积极的一面。我们购买了 145 亿美元箭牌、高盛和 GE 的固定收益证券。我们非常喜欢这些投资。它们自身的良好成长性让我们对这些投资再满意不过。作为对我们投资的额外回报，我们还获得了可以继续增股这三家公司的机会。为了做出这三项重大收购，我不得不出售了我们持有的一些其他资产，尽管我很愿意继续持有它们(主要是强生公司和康菲石油公司的资产)。但是我曾发誓——对投资者和我自己——要让伯克希尔公司高效运转，而不是仅仅持有大量现金。我们不能指望靠陌生人的恩惠去尽明天的义务。如果被迫选择，我不会为了更多利润牺牲哪怕一晚的睡眠。

投资界已经从担心定价过低的风险发展到了担心定价过高的风险。这种转变可真不小，钟摆已经从一个极端摇摆到了另一个极端。仅仅数年前，我们仍会觉得以下行为不可思议——人们对信用级别良好的市政公债或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司债券不闻不问，却热衷于零风险的政府短期债券，尽管它的收益几乎为零。未来人们撰写这10年的金融史时，肯定会提到20世纪90年代的互联网泡沫和本世纪初的房地产泡沫。但2008年底的美国国债泡沫可能也会被认为几乎与前几次泡沫一样非同寻常。

如果很长一段时间内一直执著于现金等价物（指极容易和很快可转换成现金的资产，持有这种资产如同持有现金）或者长期政府债券投资，其后果一定相当恐怖。当然，随着金融局面的进一步动荡，持有这些资产的投资者会越发自我感觉良好，甚至到自鸣得意的地步。当他们听到所有评论都在说“现金为王”时，他们越发感觉自己决策英明。尽管这些为王的现金不能带来任何收益，而且随着时间推移购买力在不断下降。

投资的目的不是为了让人夸你有多棒。事实上，赞扬经常是增长的敌人。因为它束缚你的思维，让你的大脑开放性下降，不会对早先形成的结论进行反思。谨防那些让人溢美的投资举措；伟大的举动通常都会让人觉得枯燥无聊。

（本文摘自巴菲特2009年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读二：股市走势图分析不是一门科学

我们说图表分析不是一门科学完全是有根据的。假定它是科学，其结论就可以作为可靠准则。这样，每个人都能预测明天或下星期的价格变化，由此每个人都能通过适时买卖股票而不断赚钱，这显然是不可能的。稍加思索就会明白，人们不可能对处于人类自身控制之下的经济事件作出科学预测。这种预测的“可靠性”将使人们采取相应的行动，而这种行动反过来又会推翻当初的预测。因此，有思想的图表分析家承认，只有在少数人掌握这种科学方法的情况下，才能取得不断的成功。由于这一点，我们就可以推论，不存在曾长期不断获得成功并广为人知的图表分析方法。

——本杰明·格雷厄姆

【格雷厄姆投资理念】

格雷厄姆认为，许多投资者迷信股市走势图等技术分析方法，其实这些方法并不是科学。虽然它们“曾长期不断获得成功”，“并广为人知”，可是却不能给投资者如何预测股市变动提供可靠依据。

他认为，他所擅长的证券分析，实际上并不包括预测股价走势在内。虽然许多投资者认为，这两项工作密切相关，但实际上是两码事。证券分析的侧重点是其内在价值，而股市价格走势变动则需要适时掌握买卖技巧，以期确定哪些股票即将最大、最快地上涨。

那么，这两者能不能很好地结合起来呢？也就是说，能不能在分析上市公司内在价值的基础上，预测股市特别是个股的未来走势呢？

格雷厄姆说，这样的要求超出了他的能力范围。即使华尔街上的绝大多数证券分析师，他们的主要精力也是放在预测“总体”市场而不是个股走势方面的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆观察发现，大约1927年以前，侧重点放在上市公司内在价值分析上的证券分析方法还颇为盛行；从此以后，股市走势图的技术分析方法开始盛行起来，并且追随者越来越多。

可是他说，如果有人想纯粹地从股市发展的历史表现中挖掘材料，用它来预测未来走势，那么这和占星术和巫术恐怕没多少区别。

这方面最典型的是弗雷德里克·马考勒1925年在美国统计协会会议上的一番评论。他说，他曾经几千次地抛掷硬币，假设硬币的正面朝上表示股指“上升1点”，硬币的背面朝上表示股指“下跌1点”，然后据此绘成一张股市“走势图”。

说这是一张“股市走势图”还真的非常贴切。因为它在各方面都和典型的股票图表非常相似，同样有阻力点、趋势线、双顶形态、积聚区间等，只是你再也不能从中找到它未来的“头部”和“底部”在哪里！

格雷厄姆认为，通过股市走势图等图表分析来预测股市走势，这不是一门科学，也不可能在实践中取得持久成功；偶尔取得的“成功”，也根本不能说明什么问题。

那么，图表分析法为什么会一直风行到现在呢？他解释说，这主要是因为它与那些毫无章法的投机行为相比，还是有一定“优势”的，它至少能给人提供一些似是而非的东西。

从逻辑推理上看，利用图表分析预测股市走向，它的理论基础主要有两点：

一是投资者关注的个别股票以及整个股市大盘，恰好反映了那些对它感兴趣的投资者的行为和态度。也就是说，主客观两方面恰好是吻合的。

二是投资者关注的个别股票以及整个股市大盘，它们过去的表现依然能代表着未来走势。

格雷厄姆认为，这两点显而易见都是不成立的。即使投资者利用图表分析，对个别股票或整个大盘过去的走势了如指掌，也不意味着就能在未来实际操作中有多少获益。因为归根到底，上市公司过去的每股收益对其未来收益有一定参考，但这种参考本身是不可靠的。

他说，这颇有点像买赛马彩票。如果你买了赛马彩票后，对它进行孜孜不倦的研究，从各种各样的图表分析中掌握有关参赛者相对优势的各种信息，也无法保证你就能从赛马博彩中取得成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说，对个别股票的预测，除了这种常用方法，还有一种是建立在考虑总体和特定商业环境、货币利率、政治前景等各种经济因素基础之上的机械预测，这种方法在实践中同样处处碰壁。

这种被称为“高炉理论”的预测方法，最早是克利夫兰德信托公司的C. 里昂纳德·P. 艾勒斯倡导的。其主要观点是：证券价格通常在使用中的高炉数减少到总数的60%时达到最低点，在使用中的高炉数增加了60%时达到最高点；债券价格在生铁产量出现低点后大约14个月时达到最高点，股票价格在生铁产量出现低点后大约2年时达到最高点。

他说，这种方法看起来神秘莫测，实际上很难令人信服。

他强调，他只能从事证券分析，难以胜任个股预测。虽然这两者之间有相通的地方，但前者强调要通过某种“安全边际”来保护自己、保卫投资成果，而后者则否认这一点。

【格雷厄姆智慧结晶】

格雷厄姆认为，投资者如果想从过去的股市走势中找到未来发展轨迹是徒劳的。你当然可以参考它过去的走势，可是这与它未来的走势又有什么必然关系呢？

（本文摘编自：严行方．华尔街教父格雷厄姆投资智慧全集．金城出版社，2008－09）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

耐心是种美德

我的投资行为，没有超出常人的能力范围。

自己的直觉，是自己对即将购买的股票和企业的第一感觉，这种感觉是建立在对企业的充分了解之上的，但是这种感觉很容易受到所谓的股市行情的干扰，特别是对于那些对股票投资不熟悉的投资者，往往受到这种干扰的影响，改变原本是正确的投资决定，使结果适得其反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 46：不要让情绪左右你的理智

做投资并不需要太高深的技能，最主要的是控制情绪。

从证券市场牛熊更迭的历史发展来看，投资者在牛市行情中很容易受股市的持续上涨所鼓舞，从而逐渐丧失了对股票价值的理性判断而幻想永久繁荣大胆买进，结果把投资变成了巨大的投机。反之，当投资者遭受到股市暴跌的惨烈打击时，会憎恨甚至诅咒股票投资，直至完全忘记了机会的存在，让情绪一次次代替理性来主宰投资。而投资一旦失去理性被情绪所捆绑，那投资者的损失也就可想而知了。

巴菲特的导师格雷厄姆曾说过："无法控制情绪的人不会从投资中获利。"一个成功的投资者经常是那种冷静、耐心和具有理性性情的人。如果你具有数学、财务、会计方面的高超能力，却无法控制自己的情绪，你同样很难从股票投资中获益。作为 1929 年大崩盘和经济危机的亲历者，格雷厄姆或许比心理学家更了解市场情绪的危险性。他认为真正的投资者应该从性情方面进行区别，而不仅仅是技巧。

格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中这样写道："一名真正的投资者，就要注意规避风险，要坚决规避情绪波动对投资的影响。想做一个成功的投资者，就应当坚持做到不被市场情绪所感染误导，始终保持冷静，理性分析各种投资机会和风险，通过长期投资来赢得持续稳定的投资回报。"

作为格雷厄姆最得意的弟子，巴菲特表示：

你不需要成为一个火箭专家。投资并非智力游戏，一个智商为 160 的人未必能击败智商为 130 的人。理性才是最重要的因素。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

我的投资行为，没有超出常人的能力范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的成功在于他冷静和忍耐的性格而产生的强大的自制力。他从来不参与自己不能控制的事情。避免情绪化侵蚀智识的能力，正是巴菲特所坚持培养的。巴菲特说：

如果你不学会在小的事情上约束自己，你在大的事情上也不会受内心的约束。

芒格表示，很早以前，他和巴菲特在明白了拥有某种性格能够使自己取得更大成功时，就努力去强化这种性格。由此可见，不断学习并强化训练，学会掌控自己的情绪，是取得股票投资的一大法宝。正是这种时刻约束自己的冷静和忍耐使得巴菲特取得了巨大的成功。

你必须能够控制住自己，不让情绪左右你的理智。保持理性，才能战胜不理性的市场。我们没有必要和别人比聪明，但却有必要和别人比自制力。

甚至在挑选他自己的接班人时，巴菲特给股东的信中列出三点标准：独立思考、情绪稳定、对人和机构行为的深刻理解。可见巴菲特对理性这点的重视，巴菲特表示：

长年进行成功的投资并不需要极高的智商、罕见的商业洞见，或内部消息。真正必要的是作决策所需的合理的知识框架，以及避免情绪化侵蚀智识的能力。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

悲观情绪是引发价格下挫的最主要因素，我们希望在这种环境下进行交易，不是因为我们喜欢悲观情绪，而是因为我们喜欢这种情绪带来的价格。乐观情绪是理性购买者的敌人。

一名真正的投资者，就应当坚持做到不被市场情绪所感染误导，始终保持冷静，要坚决规避情绪波动对投资的影响。

巴菲特说过，投资要用大脑而不是用腺体。投资最大的障碍就在于克服感情因素带来的不稳定。如何保持理性且客观的投资心态，这是成为成功投资人的必要条件。普通投资人往往过于关注市场的涨跌，心情也随市场起伏波动，时好时坏。对价值投资者而言，无论是晴天多云，还是刮风下雨，投资的本质不会改变，最终都是要落实到企业的内在价值上来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 47：耐心是一种美德

巴菲特不断地对众人强调，如果一个投资者真心想要投资，他就应该有十足的耐心等待、观望，以静制动，以不变应万变，因为每天在股市里抢进抢出并不是聪明人做的事。

在正确的时间买入，在正确的时间卖出，都不容易，其实比买入和卖出更加困难的是等待，甚至是漫长的等待。尤其是看着别人天天轻松地快速赚钱，自己却一股不买。1969 年，美国标准普尔 500 指数下跌 8.4%，这时，巴菲特撤了，但他也没有想到，牛市大火继续熊熊燃烧，1970 年上涨 3.9%，1971 年上涨 14.6%，1972 年上涨 18.9%。但巴菲特继续耐心地隔岸观火，终于火熄灭了。1973 年下跌 14.8%，1974 年又大跌 26.4%，巴菲特高呼：投资股票的好时候到了。①

巴菲特说过一句话：耐心是一种美德。的确，巴菲特的耐心无人能比。巴菲特持有华盛顿邮报的股票，一拿就是 34 年，总共上涨了 128 倍，这中间不知经历过多少次的股海风波，“股神”的惊人耐心由此可见一斑。巴菲特在 1997 年致股东的信中用职业棒球传奇明星的做法来类比股票投资中的“耐心”，他这样写道：

职业棒球传奇明星秦德·威廉姆斯（Ted Williams）的做法，在他的《打击的科学》一书中解释到，他把打击区域划分为 77 个框框，每个框框就约当一个棒球的大小，只有当球进入最理想的框框时，他才挥棒打击，因为他深深知道只有这样做，他才能维持四成的超高打击率，反之要是勉强去挥击较差的框框，将会使得他的打击率骤降到两成三以下，换句话说，只有耐心等待超甜的好球，才是通往名人堂的大道，好坏球照单全收的人，迟早会面临

① 刘建位．隔岸观火：巴菲特的独到耐心．上海证券报，2010－11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被降到小联盟的命运。

巴菲特长期持有的(美国)政府雇员保险同样也是花费了很长的时间等待。巴菲特这样感叹:"(美国)政府雇员保险公司是我投资生涯的初恋。"事实上,他与美国政府雇员保险公司的恋爱史至今长达56年。

2011年2月,巴菲特在致股东的信中写道:

现在让我告诉你一个真实的故事,这将有助于你了解一个企业的内在价值远远超过其账面价值,而这个故事也可以顺便让我重温一下那些美好的回忆。

60年前的最后一个月,(美国)政府雇员保险公司走进我的生命之中,而这也彻底改变了我的一生。当时我还是哥伦比亚大学的一名研究生,是被我的恩师本·格雷厄姆推荐过去的。

有一天,我在图书馆里翻阅《美国名人录》时发现本·格雷厄姆是政府雇员保险公司(现在的(美国)政府雇员保险)的董事长。当时我对保险业一无所知,同时也没有听说过这家公司。后来图书管理员给我看了一些关于保险公司的汇编材料,才让我对(美国)政府雇员保险有了初步的了解,之后我决定拜访下这家位于华盛顿的公司。

但是当我到达公司总部的时候,门却是紧闭着的。之后我开始不厌其烦地敲门,一个看门人把我带到了当时公司里唯一的一个人面前——洛里默·戴维森(Lorimer Davidson)。接下来的4小时是我的幸运时刻,戴维森十分详细地把保险业和(美国)政府雇员保险给我讲解了一遍,这是我们美好友谊的一个开始。此后不久,我从哥伦比亚大学顺利毕业,并成为在奥马哈市(Omaha)的一名股票推销员。当然,我从(美国)政府雇员保险那里获得了不少建议,使我在一开始就拥有了数十家客户。而在和戴维森会面之后,我所投资的9800美元也实现了75%的赢利率。

后来,戴维森成为(美国)政府雇员保险公司的CEO,但是他做梦也没有想到公司会在20世纪70年代中期(当时他已退休了)遇到了巨大麻烦——股票跌幅超过95%!伯克希尔当时购买了(美国)政府雇员保险约1/3的股票,后来由于(美国)政府雇员保险的股票回购措施,这些股票在以后的几年中以每年50%的涨幅逐年增长,伯克希尔因此而赚的盆满钵满。

1996年初,伯克希尔准备收购(美国)政府雇员保险剩余50%的股份,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这让95岁的戴维森大为高兴，当时还专门为此制作了一个视频来告诉大家他有多高兴，并希望(美国)政府雇员保险能够和伯克希尔长期合作下去。

在过去的60年中，(美国)政府雇员保险发生了很多事，但是其核心目标——为美国人节省花在购买汽车保险上的钱一直没有改变。而围绕这个目标，(美国)政府雇员保险已经成为美国的第三大汽车保险公司，占据着8.8%的市场份额。

公司现任CEO托尼·莱斯利(Tony Nicely)1993年上任时该比例为2%，当时这一数据已经维持了十多年。但是在托尼的带领下，(美国)政府雇员保险发生了翻天覆地的变化，找到了既能保持承保率的增长幅度，又能降低成本的方法。1996年，我们以23亿美元的价格购买了(美国)政府雇员保险公司50%的股票，这笔投资随后变成了46亿美元，收益率达到了100%！而当时(美国)政府雇员保险的有形资产净值也达到了19亿美元。而这其中还隐含了27亿美元的无形价值(经过我们的测算，(美国)政府雇员保险公司的信誉值完全有这么高)。1995年，公司客户一共支付了28亿美元的投保金，而这其中有97%可以作为公司的收入。如果按照行业标准，这个数字比较高，但是对于(美国)政府雇员保险来说是完全可以实现的，因为公司的运营成本较低，持续赢利能力强，顾客忠诚度也很高。

到1995年，巴菲特投资(美国)政府雇员保险的股票20年增值50倍，赚了23亿美元。同时由于公司不断回购股票，其持股比例增至51%。与他的初恋情人重新相恋20年后，巴菲特决定永远不分开。他花费巨资收购了(美国)政府雇员保险其余股权，使其成为100%控股的全资子公司。

同样，巴菲特1989年买入富国银行股票后度过了4年的低迷期，这只股票股价也低迷了4年，就一般人的承受能力来说，是很让人痛苦的，也很容易对自己的投资决策产生怀疑。巴菲特买入后，股价大部分时间都是在其买入价以上位置，但并没有怎么涨。按照复合收益率来说，这4年的收益率是非常之低的。但巴菲特仍坚定持有，这一点也体现了巴菲特比一般人的伟大之处。

很多人是天天看股价，天天想股价，天天做差价，而彼得·林奇的做法则完全不同：不看股票看公司，不想价格想价值，不做投机做投资。彼得·林奇在其著作《彼得·林奇的成功投资》一书中写道：“投资者肯定碰到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过这种情况:你一直等待一家公司股价上涨,但等了很久却一直也没有上涨,于是你实在等得不耐烦了就放弃了这只股票,可是就在你卖出这只股票的第二天,你梦寐以求很久的上涨就发生了,我称这种情况为‘不卖不涨,一卖就涨’。”

对于巴菲特这种长期持有的价值投资在中国的运用上,巴菲特个人传记的唯一授权人艾丽斯·施罗德认为,和美国相比,中国企业的状况更复杂一些,价值投资也可以适用,但只能适用少数公司。她表示:“中国的问题更复杂一些,中国企业的历史都很短,纽约证券市场上有一个好处,上市公司都必须拿出利润来,这样很容易判断该公司是否有效益,其经营是否有可持续性。但中国大部分的企业都很年轻,因此适用价值投资理念更困难。在新兴市场进行投资时大家必须要把这一点考虑进去——其波动性是很大的。但是有两点比较容易做到。第一,应当保证你每次投资的数量不应当超过你可以承受损失的数量,因为你是可能犯错误的,这要求你不要把一项投资中包含了很多类别的资产。第二,长期拥有的期限。总的来说,发展中国家的增长速度将高于发达国家的增长速度,总的来说要从长远获得收益,投资者必须要有耐心。”①

① 巴菲特认为中国蕴涵许多投资机会. 中证网,2009-05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告48：成功来自独立的思考

自己的直觉，是自己对即将购买的股票和企业的第一感觉，这种感觉是建立在对企业的充分了解之上的，但是这种感觉很容易受到所谓的股市行情的干扰，特别是对于那些对股票投资不熟悉的投资者，往往受到这种干扰的影响，改变原本是正确的投资决定，却使结果适得其反。

巴菲特认为，投资者在任何时候都应当秉持独立判断的能力，不能让他人的看法影响自己。如果你的选择建立在对企业认真细致的考察之上，你便大可不必理会他人那些十分主观的看法。巴菲特曾这样说道：

千万不要问理发师是否需要理发。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

思考是我生活的重心，我是一个相当喜欢思考的人。尽管我知道有些事情并无答案，但我认为，它们可以为这个世界带来一些真知灼见，这就是独立思考的魅力。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

你必须独立思考。我常常惊讶于一些高智商的人总是不知不觉地模仿别人，和这些人聊天对我毫无益处。

1956年，巴菲特在父亲创立的巴菲特·法尔科经纪人公司期间有一段时间被束缚住了手脚，年轻的巴菲特提出的任何想法都受到周围人的极力反对。他的父亲认为当时道琼斯指数200点的水平偏高，因此劝告他在购买股票前要先等待。但巴菲特坚持了自己的想法。后来巴菲特回忆说，如果当时他听了父亲的话，当年起家的100美元也许将是他今天的全部财富。自那时以后，巴菲特利用他越来越大的名气吸引投资者和巧妙运用他所聚集的资金建立起3个基金会，后来这3个基金会都并入到巴菲特合伙有限公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之中。巴菲特是唯一拥有最佳判断力的管理者。那是1956年，当时巴菲特年仅26岁，而这是引导巴菲特改变一生道路的第一步。

巴菲特遇到了所谓的内幕消息也不影响自己所作出的独立判断，他说：

如果联邦储备委员会的前主席艾伦·格林斯潘私底下对我说未来两年里他的货币政策将会是怎样的，即便如此，也不会改变我所要做的事情。

巴菲特强调尤其不能相信电脑：

相信自己的大脑，尤其不要听从于电脑。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

设计出来的工具越多，投资者就必须变得越精明。

与一般的投资者不同的是，巴菲特从不进行任何盲目的投资，他总是会花大量的时间研究企业的特质，以确保自己的投资能获得稳定的回报。他将自己看成是自己参股企业的当家人，必要时也会亲自参与企业的重大决策。

独立思考之后的巴菲特形成了自己的投资原则。在1977年给股东的信中，巴菲特总结了他独立思考的投资原则：

我们用来选择可交易股票的方法和购买整个公司时的评估方法基本相同。我们希望该公司能够：(1)从事我们能够理解的业务；(2)具有良好的远景；(3)由诚实优秀的管理人员来运营；(4)能够以有吸引力的价格购买。一般我们不会为了短期内预计的价格上扬来购买股票。事实上，如果我们所持有的某个公司的运营能够令我们满意，我们当然欢迎更低的市场价格，从而我们可以在一个更好的价格上得到更多的利益。

为了进行独立的思考，巴菲特甚至表示：

我从来不会接手别人的任何投资决定，如果查理·芒格(巴菲特的老搭档)送给我100股股票，我会抛掉……然后我自己决定是否再买回来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 49：重视投资股票前所做的调查

当年率先报道“水门事件”的华盛顿邮报记者之一鲍勃·伍德沃德有一次向巴菲特请教怎样才能赚得更多的钱。巴菲特说，你可以去投资呀。对方认为自己对投资一窍不通。巴菲特说，其实投资一点都不难，说穿了，投资要做的一切就是要你做一份调查报告。

在第一次投资之前，巴菲特会做许多的功课，翻阅各种材料，亲自视察一家公司的运营情况，并且还会约访公司高层了解情况。巴菲特的价值投资意味着他事必躬亲，能够亲自到这些小企业的库房里进行调查或了解，才能作出投资决策。2009 年 5 月巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司每年一度的股东年会上，他告诫股东，投资股票并不需要整天关注股价的变动。而这些都来自于投资股票前所做的调查。

在巴菲特的投资生涯中，他常常依靠自己的调查而发现了许多被市场低估的公司。比如在 20 世纪 60 年代，美国运通公司卷入了一场色拉油集资案件，公司股票从每股 62.375 美元下滑到每股 35 美元。巴菲特亲自对那起案件进行了求证，最后认定该事件子虚乌有，并趁机大量购入运通股票。5 年之后，运通股票从每股 35 美元上升到每股 189 美元。这样的佳绩在巴菲特的投资生涯中很多很多。

而亲自调查并不意味着巴菲特对每一家需要进行投资的企业进行尽职调查，那样会极大地牵涉个人的精力。巴菲特更多的时候都在灵活地运用亲自调查这条投资原则，如果巴菲特能够根据自己的经验对投资公司的未来作出让自己信任的判断，他会在不做调查的前提下进行投资。

巴菲特做客瑞士洛桑国际管理学院（IMD）畅谈自己和所投资公司的合作经历，并对家族企业的经营理念和发展方向作了独特解读。在谈到与伊斯卡刀具公司（Iscar）一起合作时，巴菲特说自己并没有做事先的调查，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他并不完全信任尽职调查，凭借着伊斯卡刀具公司主席写给他的一封信就作了投资决定，他说：

那是一封只有一页零四分之一的信，但 Eitan（伊斯卡刀具公司主席）陈述了足够多的财务信息，清楚说明了这是一家出色的公司。更重要的是，我意识到他是我愿意合作的伙伴。不久，我们就在其名下的 80% 的业务中投入了 40 亿资金。我作这决定时甚至没有亲自去他的工厂，或派律师进行客户尽职调查工作。

……我的整个办公室中仅有 19 个人，其中 10 或 12 人管理财务，其他的人基本上就是处理一些诸如邮件工作。我们无法完全信任尽职调查，我不认为将责任转出会提供重要的资本分配决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 50：养成阅读的习惯

巴菲特的卓越实践表明，投资成功并不取决于正规教育、神秘技巧或好运气，而属于虔诚地、持之以恒地去实践那些简单的良好投资习惯的人。在巴菲特看来，阅读就是一种非常好的投资习惯。

在 2007 年伯克希尔股东大会上，一位来自旧金山的年轻人问巴菲特，要想成为一个好的投资者最好的方法是什么。巴菲特的答案是阅读，在 2007 年的《价值》杂志第 8 期刊登了巴菲特的答案，他说：

尽可能多地阅读。拿我来说，我在 10 岁的时候就把我在奥马哈公立图书馆里能找到的投资方面的书都读完了，很多书我读了两遍。你要把各种思想装进你的脑子里，随着时间的推移，分辨出哪些是合理的。一旦你做到这样了，你就该下水(尝试了)……越早开始阅读越好。我在 19 岁的时候读了一本书，形成了我基本的投资思维方式。我现在 76 岁了，做的事情就是基于我 19 岁时从那本书得来的同样的思维方式。阅读，然后小规模地亲身实践。

巴菲特 19 岁时所读的那本书就是格雷厄姆的《聪明的投资人》，那时这本书刚出版。

我学习是靠自己读书，所以我不认为自己有什么独特的观点。当然我谈到阅读格雷厄姆书籍的体会。我也读菲尔·费舍尔的文章。所以，从阅读中我得出了许多自己的看法。

* * * * * * * * * * * * * * * * * *

你可以从别人身上学到许多东西。事实上，如果你基本上从别人那里学知识，你无需有太多自己的新观点，你只需应用你学到的最好的知识。

对于拒绝阅读和学习的人，巴菲特感到非常的不可思议：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更令人感到惊讶的是，当学习对他们自身大有好处的情况下他们还是拒绝学习。

在 1999 年伯克希尔股东大会上，查理·芒格说："我认为我和巴菲特从一些非常优秀的财经书籍和杂志中学习到的东西比其他渠道要多得多。我认为，没有大量的广泛阅读，你根本不可能成为一个真正的成功投资者。"

正如巴菲特所说，学习投资很简单，只要愿意读书就行了。当然巴菲特阅读的不仅仅是格雷厄姆一个人的著作。为了推广阅读，在每年的股东大会上，还专门设了一个节目，就是在大集市的摊位上，出售一些打折的书或光盘，其实是推荐一些好的作品。巴菲特也会专门地找一些书籍做推荐。他说：

如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。

在巴菲特看来，买入股票时"你必须知道你买的是什么"。股票市场波动无常，只有在广泛阅读基础上的独立思考，才能保证在混乱的局势中不至于迷失自我，才能看清市场走向。

巴菲特 1988 年和 1989 年大量买入可口可乐股票 10 亿美元。持有 9 年之后他还在跟踪研究。1996 年他在致股东的信中说："最近我正在研究可口可乐 1896 年的年报。"而且他看的资料并不只是年报，在 1993 年致股东的信中，他甚至引用了 55 年前即 1938 年《财富》杂志报道可口可乐的文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 51：滑向冰球运动的方向

他们忘记了美国冰球明星韦恩·格雷茨基的忠告："我总是滑向冰球运动的方向，而不是等冰球滑走后再追。"

2009 年 11 月 3 日，巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司表示将斥资 340 亿美元收购伯灵顿北方铁路运输公司。该公司在美国 28 个州和加拿大拥有 32000 英里铁路，是美国东西部距离的 10 倍以上，是美国第一大铁路企业。平均而言，该公司同时可运送 22 万节车厢的货物。伯灵顿北方铁路运输公司是过去 150 年间合并或并购的 390 条不同铁路线的产物。

这笔交易展示了典型的巴菲特投资品味，即青睐那些并不靠尖端技术而实现可观赢利的公司。尽管这和他以发掘受市场冷落的珍宝而闻名的惯用手法不同，但巴菲特称，这一交易是对美国经济前景的押注。哈撒韦公司还将承担伯灵顿北方铁路运输 100 亿美元的债务，这使得整个交易总价达到 440 亿美元，创下伯克希尔公司历史上最大规模的并购案。巴菲特在接受采访时说，对伯灵顿每股 100 美元的开价已是倾尽自己所能；之所以为交易选择 60% 现金、40% 股票的方式是因为公司不能以全现金方式进行交易。巴菲特说自己不愿意交出伯克希尔的股票，但为了完成交易必须如此。

2011 年巴菲特在致股东的信中写道：

2010 年的亮点是公司收购了北伯灵顿铁路公司（Burlington Northern Santa Fe，以下简称"BNSF"），该项收购比我预期的要好。现在表明，拥有这条铁路将提高伯克希尔·哈撒韦公司的"正常"赢利水平，税前赢利将近提高了 40%，税后赢利提高超过 30%。伯克希尔·哈撒韦公司花费 220 亿美元现金来收购该条铁路。通过该次收购，我们的股份提高了 6%。由于我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很快就补充了现金，该项交易的经济效益证明非常好。

……

北伯灵顿铁路公司(BNSF)和中美能源(MidAmerican Energy)是我们旗下两家最大的企业，这两家企业都有区别于我们其他企业的共性。

这两家企业的一个主要特征是对使用寿命长、受管制资产投资巨大，资产投资是通过长期巨额负债进行融资，且伯克希尔·哈撒韦公司不提供担保。这两个企业不要我们的信用。这两家企业都拥有赢利能力，即使面临不利的经营条件，足以满足赢利对利息的倍数比率的要求。例如，在2010年经济衰退的情况下，BNSF的车载运输远未达到高点，而企业的赢利对利息的倍数比率为6:1。

这两家企业都是高度管制性的，两家企业都存在无止境的工厂和设备巨额投资需求，两家企业都需要提供高效的、客户满意的服务来获得业界的及其管理者的尊重。作为回报，两家公司都需要确保可以获准其将来的资本投资获取合理的收益。

先前我就强调过铁路对于国家未来的重要性。如果按照吨赢利来衡量的话，美国境内42%的城际货物运输是通过铁路运输的，其中，大约28%的货物是BNSF来运输的，该数据高于其他任何一家铁路公司。简单计算一下，你就会发现，美国境内超过11%的城际货物通过BNSF完成的。鉴于美国人口的西进趋势，我们在BNSF的股份还要进一步扩大。

重任在肩，我们是美国经济循环系统中基本组成部分，有义务去不断改善我们23000英里的铁路线，包括辅助性桥梁、隧道、引擎和卡车。为了履行这份职责，我们不应该只是被动作出反应，还要预见社会的需要。为了完成我们的社会责任，除了折旧之外，我们还要额外进行消费支出，2011年该笔金额为20亿美元。我们不断增加的巨大投资会获得相应的回报，对此我有信心。明智的调控和明智的投资是同一枚硬币的正反面。

至于中美能源，我们也享有类似的“社会契约”。为了满足客户的未来需要，我们需要不断增加产量。如果能够同时兼顾可靠性和高效性，我们会获得公正的投资回报。

巴菲特接受美国公共电视台采访时承认，收购伯灵顿北方铁路运输公司“并不便宜”，但时间会证明这笔交易非常划算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对伯克希尔·哈撒韦公司来说，伯灵顿北方铁路运输公司下一个世纪内都是优质资产，因此不能指望以低廉价格完成交易。

随后，巴菲特在一份声明中说，对伯灵顿北方铁路运输公司的投资不仅是对该公司、其管理团队和铁路运输行业的豪赌，更是对“美国经济未来的豪赌”。巴菲特称：

我喜欢这种赌博方式。

对于经济复苏的前景，巴菲特表示：

目前我们看不到是要改善还是恶化，但要比6个月前好。经济还未扭转，但将要扭转。

巴菲特认为，铁路营运今后100~200年内与美国整体经济密不可分。

如果美国经济持续繁荣，这一行业也随之昌盛。

他承认，为了完成这笔收购，他将伯克希尔·哈撒韦公司所持伯灵顿北方铁路运输公司一些竞争对手的股份售出。

2010年，伯灵顿北方铁路运输公司净收益为25亿美元，比前一年同期涨40%。巴菲特在铁路上的投资让人看到了股神的远见，就在2011年2月，美国总统奥巴马宣布530亿美元的高铁计划。

有分析人士认为，巴菲特对这家铁路公司的收购为其迅速扩张的能源领域确保了一条供应链。在美国中西部及西北部运营天然气管道及能源公司的中美能源也是巴菲特旗下企业，而伯灵顿北方铁路运输公司的轨道穿过了上述地区，这是为该能源公司提供煤炭的必经之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 52：情商比智商更重要

在任何一项投资中，投资者能否取得长期投资成功，智商并不是最重要的，更重要的是情商。

* * * * * * * * * * * * * * * * *

想要一辈子都能投资成功，并不需要天才的智商、非凡的商业眼光或内线情报，真正需要的是，有健全的知识架构供你作决策，同时要有避免让你的情绪破坏这个架构的能力。

巴菲特告诫投资者，股票投资切忌受人情绪干扰，从而导致错误决策。巴菲特说，他周围的许多人智商都比他高，工作时间更长、更努力，但是他的特长是更理性，善于掌控情绪。他说，你必须能够控制住自己，不让情绪左右你的理智。保持理性，才能战胜不理性的市场。我们没有必要和别人比聪明，但却有必要和别人比自制力。

巴菲特对于独立投资者的建议是：

你应当具有以下条件：掌握企业如何经营运作的知识，掌握企业经营的基本语言（会计），对于投资具有很大的热情，还要有良好的性格，这些东西要比智商的高低更加重要。它们将使你能够独立思考，从而避免受到那些会影响整个投资市场的各种各样的群体性癫狂的传染。

1970 年初，面对美国股市踉踉跄跄下跌的趋势，巴菲特内心十分平静。而当华尔街的著名股票随之而来一个接一个猛跌、股市一片混乱之际，巴菲特天生的猎人本性反而再次复苏了。他经过认真调查和筛选，把关注的目光投向了报刊业。他果断出击，从 1973 年中期开始悄悄买入华盛顿邮报的股票，因为经过计算，他发现当时的股票买入价格还不到该企业内在价值的 1/4，这注定是一笔获利丰厚的买卖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特表示投资与智商高低无关,他说:

投资并不只是一个关于智商的游戏,如果你的智商超过了150,那么你可以把其中的30卖给别人,因为你并不需要过高的智商,过高的智商在某些时候会对你造成伤害。

全球最著名的基金经理人彼得·林奇在其著作《彼得·林奇的成功投资》中说道:“股票投资成功所必需的个人素质应该包括耐心、自立、常识、对于痛苦的忍耐力、心胸开阔、超然、坚持不懈、谦逊、灵活、愿意独立研究、能够主动承认错误以及能够在市场普遍性恐慌之中不受影响保持冷静的能力。”“就智商而言,最优秀的投资者的智商既不属于智商最高的那3%,也不属于最差的10%,而是在两者之间。在我看来,真正的天才由于过度沉醉于理论上的思考,结果他们的理论总是被股票实际走势所背叛,现实中的股票走势远远比他们想象出来的理论要简单得多。要想取得股票投资成功一个非常重要的个人素质是要有能力在得到的信息不完全、不充分以及得到的信息不完全准确的情况下作出投资决策。”可以看出,对投资来说,最重要的不是IQ(智商),而是EQ(情商)。①

巴菲特一再强调,投资者必须保持理性才能战胜理性的市场。巴菲特指出,更重要的是投资人要拥有让自己在投资中更加理性的情商:

关键是要有一种“金钱头脑”,这并非智商,并且你还得有恰当的性格。如果你不能控制你自己,你迟早会大祸临头……20世纪90年代末期对于投资人来说整个世界一片疯狂。怎么会发生这样的事呢?人们从中汲取教训了吗?我们能从历史中学到的是,人们总是不能从历史中学到什么。

1985年,巴菲特在给股东的信中写了这么一个故事:

或许你会认为法人机构、拥有高薪的职员与经验丰富的专业人员会成为金融市场稳定与理性的力量,那你就大错特错了,那些法人持股比重较重且持续受关注股票,其价格通常都不合理。

我的老师格雷厄姆40年前曾讲过一个故事说明为何专业的投资人员会是如此,一个老石油开发商蒙主宠召,在天堂的门口遇到了圣彼得,圣彼得

① 彼得·林奇. 刘建位,译. 彼得·林奇的成功投资. 机械工业出版社,2010-04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告诉他一个好消息跟一个坏消息,好消息是他有资格进入天堂,但坏消息却是天堂里已没有位置可以容纳额外的石油开发商。老石油开发商想了一下,跟圣彼得说只要让他跟现有住户讲一句话就好,圣彼得觉得没什么大碍就答应了,只见老石油开发商对内大喊:"地狱里发现石油。"不一会儿,只见天堂的门打开,所有的石油开发商争先恐后地往地狱奔去,圣彼得大开眼界地对老开发商说:"厉害!厉害!现在你可以进去了。"但只见老开发商顿了一下后,说道:"不!我还是跟他们一起去比较妥当,传言有可能是真的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读：投资大师利弗莫尔——情绪控制

杰西·利弗莫尔作为所有时代最精明的交易商之一，他能够在风口浪尖上驾驭自己的情绪，他是一个聪明而又自律的人，是一个有紧迫感且逻辑能力极强的人，他也是一个复杂的人，他在市场和婚姻中经历了反复的成功和失败。

到1923年，杰西·利弗莫尔在股市上已经拼搏32年了。他当时46岁。但他对自己所选择的职业，仍然有一种难以遏止的求知渴望，他总是不断地学习股票交易技术。他还对市场心理学怀有浓厚的学习兴趣。有一段时间，他曾在夜校学习心理学课程，以便更好地了解人的本性。利弗莫尔的结论是，在市场上起作用的想法也许有好几百万种，但从根本上说，必须学习和了解的心态却只有几个——因为人的本性是有共同特征的。

利弗莫尔曾对他的孩子们说道："孩子们，你们必须随时控制自己的情绪——在你们长大的时候，你们就会发现需要控制恐惧心理。恐惧就隐藏在所有正常人生活的表象之下。恐惧和暴力一样，可以在心跳的时候、在呼吸加速的时候、在眼睛被蒙住的时候、在被一只手抓住的时候或在听见枪声的时候出现。当恐惧出现时，天生的生存技巧就复活了，正常的推理被扭曲了。理智的人在感到恐惧的时候，他们的行为就不理智了，当人们开始赔钱时，他们就感到害怕了，他们的判断力也减弱了。这就是我们——进化到这个阶段的人的本性。这是不能否认的。我们必须了解这一点，特别是在股市进行交易的时候。

"希望是人类竞赛的一种重要的生存技巧。但是，希望和它在股市上的表兄弟——贪婪和恐惧一样，都会扭曲理性。孩子们，股市只讲事实，只讲现实，只讲理性，股市永远不会错，错的是交易者。就像旋转的轮盘赌一样，告诉你最后结果的是那个小黑球，而不是贪婪，不是恐惧，也不是希望。结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果总是客观的，是最终的，就像纯粹的自然一样，没有什么诱惑力。

“有人说，他的成功靠的是运气，他能留在股市上靠的也是运气。他的这种态度从一开始就是错误的。一般购买证券的人的最大问题，是他们认为市场就是赌场。

“人们应该从一开始就认识到，在股市中工作，和在法学或医学领域工作一样，同样是需要学习和准备的。股市上的某些规则是需要认真学习的，就像一个准备当法官或律师的法学院学生需要认真学习一样。很多人把我的成功归结为我的运气。这是不对的，事实是，从我 15 岁起，我就在非常认真地学习这门学问，我把自己的毕生都献给了这门学问，我把自己的全部精力都集中在这门学问上了，我尽自己的最大努力将这门学问运用到了实践之中。

“我认为，一个成功的交易者最重要的一种特性是‘沉着’，对我来说，沉着就是镇静，沉得住气，沉着的人就是举止端庄、心理健康的人，而心理与股市是有关的。沉着的人是能够冷静对待他们的希望和恐惧的人。另一种特性是‘耐心’，能够耐心地等待机会，耐心地等待更多对交易有利的因素出现。沉着和耐心是成功交易者的亲密朋友。

“最后一种特性是‘沉默’。不要把你自己的事情告诉别人，不要把你自己的胜利和失败告诉别人，要从胜利和失败中学会一些东西。沉着、耐心和沉默是需要培养的。这些美德不会自动出现在股市交易者的身上。‘沉着’、‘耐心’和‘沉默’对于顶尖的交易者来说，是情绪的关键词。

“在一些事情看起来已经了无希望的时候，我并不感到慌张，反而仍然按照我自己的路子往前走，相反，在一切事情看起来一帆风顺，令人欢欣鼓舞的时候，我却认为，这也许是平仓的最好时机。我就是想比其他所有人都先看到这一点，这就是为什么我总能在沉默中坚持我自己的看法，避免和任何可能改变我的想法的人交谈的原因。

“有时候，我不断积累我的一些股票的头寸，因为我相信这些股票在经过一次急剧下跌或一次最得意的狂涨浪潮之后会出现一个转折点，因此，我一连几个月都会把这些头寸留在手里，结果在一年后，我被证明是正确的。为什么是这样呢？因为我懂得，一般来说，企业经营好转、股票的赢利能力的恢复是需要时间的，所以人们必须有耐心，必须谨慎地积累那些在股市上将出现新的回升的股票的头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“对我来说，这就意味着，驱动股市的关键因素不是明智的分析或理智不是……驱动股市的关键因素是人的情绪。一个人一旦懂得了这一点，那他离成为一个成功的股市交易人就不远了。记住这一点，一个股票交易者必须能够看到在他所看到的东西背后隐藏着什么，必须经过仔细地分析，记住：从根本上说，每个人收到的信息都是一样的，可为什么有人赚钱，有人赔钱呢？就是因为他们对他们所收到的信息解释不同。

“我听很多跟我差不多年龄的人说，‘这只股票对我很好’，或者说‘那只股票让我赔了钱，所以我得把它全抛出去！’。其实，股票本身并不能使你赚钱或者赔钱。不管是赚钱还是赔钱，都是交易人判断的结果：没有理由去怪罪股票本身。简单地说，决定进行一笔交易的是‘交易者’或‘投机者’，决定退出一笔交易的也是‘交易者’或‘投机者’，至于赚钱还是赔钱，完全取决于他们的判断是否正确。

“实际上，所有交易者都必须警惕的是一种自高自大，因为在一只股票朝着不利于我们的方向运动时，我们必须承认自己是错误的，我们必须马上退出这笔交易。大多数交易者忘记了这样一个不争的事实，即在一些交易中我们总是错误的，尽快从这些交易中抽出身来，是成功的关键。

“没有经验的交易者必须避免的另一个陷阱是：企图找出大盘交易的跌涨周期。记住：有时候，交易者必须退出股市在场外等待。我的经验是，准确地预测出市场的最高点和最低点，完全是不可能的，最好的办法是小心谨慎，避免出错。在你投资的时候，让你退出市场，在场外等待可能很困难，因为通过投资，你会对你的头寸运动的方向自动地产生一种偏爱。如果你是做长线，你会下意识地赞成长线，如果你是做短线，你就会下意识地赞成短线。我们每个人都有希望。请记住：对未来寄予希望，是人的本性。这就是我为什么经常卖掉我的所有头寸，从现金的角度重新评价股市的原因。这会使我付出佣金，但对我来说，我把这看成一笔小小的保险费，为的是实现我的整体目标。我还充分意识到，所有的股票不可能同时上涨到顶点，但同一板块的股票常常同时上涨到顶点，因为新的板块会挤进来，取代它们的位置。我关注的恰恰是领头羊板块的整个趋势。

“我观察到，推动牛市的主要力量是资金，是资金的供给，是男人和女人的真正的态度和情绪，是这些人愿意买进还是愿意卖出。因此，我一直尽我的最大努力跟踪资金的流向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我还观察到，现在炒股的人虽然有好几百万，但大多数人都不喜欢动脑子，不愿意对市场进行认真的思考，他们不愿意思考，而是一个劲地买进和卖出，只要看到报价单，他们就开始采取行动。问题是，当报价机打出报价单的时候，需要对上面的信息进行思考，进行解释。我就是这样做的。这是我自己的生意，是我毕生的职业，也是我最喜欢做的事情。”

（本文摘编自：（美）杰西·利弗莫尔．刘晓天，译．世界上最伟大的交易商（股市作手杰西·利弗莫尔操盘秘诀）．地震出版社，2007－04）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录一 沃伦·巴菲特个人档案

1930 年 8 月 30 日，沃伦·巴菲特出生于美国内布拉斯加州的奥马哈市。

1937 年 巴菲特开始阅读父亲的有关股票的书籍。

1941 年 刚刚跨入 11 岁，他购买了平生第一张股票。

1942 年 因送报赚取 1000 美金并开始报税。

1944 年 以 25 美元买下二手弹珠台。

1945 年 以 1200 美元买下未开发农场。

1947 年 巴菲特进入宾夕法尼亚大学攻读财务和商业管理。两年后辗转考入哥伦比亚大学金融系，拜师于著名投资学理论家本杰明·格雷厄姆。富有天才的巴菲特很快成了格雷厄姆的得意门生。

1950 年 巴菲特申请哈佛大学被拒之门外。

1951 年 21 岁的巴菲特以优异成绩（获得最高 A+）毕业于哥伦比亚大学商学院。然而，毕业后他却多次碰壁，找不到适合自己的工作。

1952 年 在父亲的公司担任投资业务员，从事产业研究并开始认识保险；与苏珊·汤普森结婚。

1953 年 大女儿小苏茜出生。

1955 年 伯克希尔（Berkshire）与哈撒韦（Hathaway）合并；巴菲特在自家卧房以 10 万美金合伙事业起家。

1956 年 他回到家乡，成立了自己的公司——“巴菲特有限公司”。有一次，他在父亲的一个朋友家里突然语惊四座，宣布自己要在 30 岁以前成为百万富翁，“如果实现不了这个目标，我就从奥马哈最高的建筑物上跳下去”。

1957 年 巴菲特掌管的资金达到 30 万美元，但年末则升至 50 万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1962 年 巴菲特合伙人公司的资本达到了 720 万美元，其中有 100 万美元是属于巴菲特个人的。当时他将几个合伙人企业合并成一个“巴菲特合伙人有限公司”。最小投资额扩大到 10 万美元。

1964 年 巴菲特的个人财富达到 400 万美元，而此时他掌管的资金已高达 2200 万美元。

1962—1966 年 巴菲特的公司的业绩高出了道琼斯工业指数 20 ~ 47 个百分点，巴菲特兑现了他的“百万富翁”狂言。

1966 年 美国股市牛气冲天，但巴菲特却坐立不安。尽管他的股票都在飞涨，但却发现很难再找到符合他的标准的廉价股票了。

1967 年 10 月，巴菲特掌管的资金达到 6500 万美元。跨足保险业，以 860 万美元买下国民保障公司(National Indemnity Company)与国家消防和海上保险公司(National Fire and Marine Insurance Company)。

1968 年 巴菲特公司的股票取得了它历史上最好的成绩：增长了 59%，而道·琼斯指数才增长了 9%。巴菲特掌管的资金上升至 1.04 万美元，其中属于巴菲特的有 2500 万美元。

1968 年 5 月，当股市一片凯歌的时候，巴菲特却通知合伙人，他要隐退了。随后，他逐渐清算了巴菲特合伙人公司的几乎所有的股票。

1969 年 6 月，股市直下，渐渐演变成了股灾，到 1970 年 5 月，每种股票都要比上年初下降 50%，甚至更多。跨足银行业，买下伊利诺伊国民银行(Illinois National Bank)，于股市高位解散巴菲特有限公司。

1970 年 担任伯克希尔董事会主席。

1970—1974 年，美国持续的通货膨胀和低增长使美国经济进入了“滞胀”时期。然而，一度失落的巴菲特却暗自欣喜异常，因为他看到了财源即将滚滚而来——他发现了太多的便宜股票。

1972 年 巴菲特又盯上了报刊业。1973 年开始，他偷偷地在股市上蚕食波士顿环球报和华盛顿邮报，他的介入使华盛顿邮报利润大增，每年平均增长 35%。10 年之后，巴菲特投入的 1000 万美元升值为 2 个亿。

1977 年 与太太分居，苏珊搬到旧金山；以 3000 多万美元买下水牛城报纸。

1980 年 他用 1.2 亿美元，以每股 10.96 美元的单价，买进可口可乐 7% 的股份。同时因法令要求，被迫出售国民保障公司(Illinois National

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Bank)。

1981 年　执行股东指定捐赠计划。

1983 年　买下内布拉斯加家具(Nebraska Furniture)90%股份。

1984 年　出清通用食品股份。

1985 年　出清纺织事业。

1986 年　以 4000 多万美元买下费区海默 84%股权(巴菲特从未亲自造访过);以 3 亿多买下史考特费泽。

1987 年　投资所罗门优先股 7 亿美金。

1988 年　伯克希尔·哈撒韦(简称 BRK)在纽约证券交易所(NYSE)上市,投资可口可乐 10 亿元。

1991 年　太太苏珊担任伯克希尔董事;与比尔·盖茨结识成为好友。所罗门爆发丑闻,巴菲特接任董事长。

1992 年　巴菲特以 74 美元一股购下 435 万股美国高技术国防工业公司——通用动力公司的股票,到年底股价上升到 113 美元。巴菲特在半年前拥有的 32200 万美元的股票已值 49100 万美元。

1993 年　巴菲特成为世界首富;伯克希尔进入人寿保险事业;儿子小霍华德出任伯克希尔董事,由 5 人增为 6 人。

1994 年　已发展成拥有 230 亿美元的伯克希尔工业王国,它早已不再是一家纺纱厂,它已变成巴菲特庞大的投资金融集团。

1997 年　将所罗门卖给旅行家集团。

1998 年　220 亿美金买下通用再保(General RE)公司,花旗与旅行家集团合并,伯克希尔持有后者 3%股权。

2000 年　3 月 11 日,巴菲特在伯克希尔公司的网站上公开了这一年的年度信件——一封沉重的信。数字显示,巴菲特任主席的投资基金集团伯克希尔公司,1999 年纯收益下降了 45%,从 28.3 亿美元下降到 15.57 亿美元。伯克希尔公司的 A 股价格上年下跌 20%,是 20 世纪 90 年代的唯一一次下跌;同时伯克希尔的账面利润只增长 0.5%,远远低于同期标准普尔 21 倍的增长,是 1980 年以来的首次落后。

2007 年　3 月 1 日晚间,伯克希尔·哈撒韦公司公布了其 2006 财政年度的业绩,数据显示,得益于飓风"爽约",公司主营的保险业务获利颇丰,伯克希尔公司上年利润增长了 29.2%,赢利达 110.2 亿美元(高于 2005 年同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的85.3亿美元)；每股赢利7144美元(2005年为5338美元)。

2008年 伯克希尔公司2008年年报显示，其净收益合计49.9亿美元，折合每股收益3224美元，净收益同比下滑了62%。而其2007年的净收益合计132.1亿美元，折合每股收益8548美元。同时，每股账面价值下滑了9.6%，至每股70530美元，为自1965年巴菲特掌管公司以来最差年度表现。

就在该年报公布前一天，美国道琼斯指数收盘跌至7062.93点，跌幅1.66%，创下1997年4月以来的最低点，该指数也以累计跌幅12%结束了1933年以来表现最糟糕的2月。

值得一提的是，虽然伯克希尔公司的收益率比往年下降很多，但还是跑赢了标准普尔指数。

2009年 8月7日公布的伯克希尔·哈撒韦公司的第二季度财报显示：第二季度净收入33亿美元、每股收益2123美元，比上年同期的净收入18.8亿美元、每股收益1859美元显著增长。78岁的巴菲特再次向世人展示了他的独到投资眼光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录二：巴菲特投资语录

1. 关于投资

◎ 中国的房地产市场就是在赌博，而且赌得很大。有一群人在大面积地豪赌，人们因为所有权的增加，更容易变得盲目自信，导致资产价格虚高。财富的增长应该是逐步积累的。

◎ 对独立投资者来说，你应当了解企业运作的过程和企业语言（会计），具有一些比智商更重要的性格和品质。它会有助于你独立思考和避免各种各样的狂热，这种狂热无时无刻不会影响市场。了解会计原理是保证不依赖别人的手段之一。当经理们报告企业情况时，通常会提供按会计原则制成的报表。不幸的是，如果他们想欺骗你，报告也会符合会计原则。如果你不能弄清其中的奥妙，你就不应该从事证券投资这一行。

◎ 我从没发现自己要用到代数。当然你要算出企业的价值，然后把它除以它发行在外的普通股总数，这里要用到除法。如果你准备出去买一个农场、一栋住宅或一台干洗机，你有必要带帮人帮你计算吗？你做的买卖是否合算取决于那些企业的未来获利能力与你的买价相比如何。

◎ 我们认为我们的成功方程式——以合理的价格买进具有产业竞争优势同时由诚实有才干的人经营的做法，在往后同样能够获致令人满意的结果，我们预估应该可以继续保持这种好成绩。

◎ 无论是好年景还是坏时辰，查理和我都简单地紧盯四项目标：

（1）维系伯克希尔在金融上直布罗陀海峡般的位置，这意味着要有非常良好的资金流动性、适度的即将到期债务、数十个利润与现金的源泉；

（2）拓宽保护我们生意的“护城河”，这会让我们的公司们具备长期竞争优势；

（3）收购和发展新的、各种各样的利润之源；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(4)扩大和培养优秀的管理团队,这个团队要能持续为伯克希尔创造出非凡价值。

◎ 利用市场的愚蠢进行有规律的投资。

◎ 买价决定报酬率的高低,即使是长线投资也是如此。

◎ 利润的复合增长与交易费用、避税使投资人受益无穷。

◎ 价值型与成长型的投资理念是相通的。价值是一项投资未来现金流量的折现值;而成长只是用来决定价值的预测过程。

◎ 投资人财务上的成功与他对投资企业的了解程度成正比。

◎ 不理会股市的涨跌,不担心经济情势的变化,不相信任何预测,不接受任何内幕消息,只注意两点:(1)买什么股票;(2)买入价格。

◎ 以合适价格买入一个优秀的公司远胜于以优惠价格买入一个普通的公司。

◎ 市场价格最终会反映股票的(内在)价值。

◎ 一生能够积累多少财富,不取决于你能够赚多少钱,而取决于你如何投资理财,钱找人胜过人找钱,要懂得钱为你工作,而不是你为钱工作。

◎ 从预言中你可以得知许多预言者的信息,但对未来却所获无几。

◎ 如果市场总是有效的,我只会成为一个在大街上手拎马口铁罐的流浪汉。

◎ 今天的投资者不是从昨天的增长中获利的。

◎ 真正理解养育你的那种文化的特征与复杂性是非常困难的,更不用提形形色色的其他文化了。无论如何,我们的大部分股东都用美元来支付账单。

◎ 你是在市场中与许多蠢人打交道;这就像一个巨大的赌场,除你之外每一个人都在狂吞豪饮。如果你一直喝百事可乐,你可能会中奖。

◎ 如果我挑选的是一家保险公司或一家纸业公司,我会把自己置于想象之中,想象我刚刚继承了那家公司,并且它将是我们家庭永远拥有的唯一财产。

◎ 如果你给我1000亿美元用以交换可口可乐这种饮料在世界上的领先权,我会把钱还给你,并对你说"这可不成"。

◎ 在商业不景气时,我们散布谣言说,我们的糖果有着春药的功效,这样非常有效。但谣言是谎言,而糖果则不然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎ 那些最好的买卖,刚开始的时候,从数字上看,几乎都会告诉你不要买。

◎ 我有一个内部得分牌。如果我做了某些其他人不喜欢,但我感觉良好的事,我会很高兴。如果其他人称赞我所做过的事,但我自己却不满意,我不会高兴的。

◎ 在一个人们相信市场有效性的市场里投资,就像与某个被告知看牌没有好处的人在一起打桥牌。

◎ 目前的金融课程可能只会帮助你做出庸凡之事。

◎ 没有一个能计算出内在价值的公式。你得懂这个企业(你得懂得打算购买的这家企业的业务)。

◎ 伯克希尔就像是商业界的大都会美术馆,我们偏爱收集当代最伟大的企业。

◎ 真正理解养育你的那种文化的特征与复杂性是非常困难的,更不用提形形色色的其他文化了。无论如何,我们的大部分股东都用美元来支付账单。

◎ 我们在国内并不需要过多的人利用与股市密切相关的那些非必需的工具进行赌博,也不需要过多鼓励这些这么做的经纪人。我们需要的是投资者与建议者,他们能够根据一家企业的远景展望而进行相应的投资。我们需要的是有才智的投资资金委托人,而非利用杠杆收购谋利的股市赌徒。

◎ 我将如何处置它?我该考虑哪些东西?我该担心什么?谁是我的竞争对手?谁是我的顾客?我将走出去与顾客谈话。从谈话中我会发现,与其他企业相比,我这一特定的企业的优势与劣势所在。

◎ 如果你在一生中偶然有了一个关于企业的好想法,你是幸运的。基本上可以说,可口可乐是世界上最好的大企业。它以一种极为适中的价格销售。它受到普遍的欢迎——其消费量几乎每年在每一个国家中都有所增长。没有任何其他产品能像它那样。

◎ 如果发生了核战争,(在作投资决策时)请忽略这一事件。

◎ 可口可乐短期内的销售量可能会暴增,因为我打算在陪葬的飞机里塞满可口可乐。

◎ 一群猪共有 128000 只,分别来自全世界各农场,举行丢铜板比赛,投出正面的晋级,投出反面的淘汰,经过 9 回合后,只剩下 250 只猪晋级,有人认为那 250 只猪只是运气好而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你发现晋级的250只猪有200只全是某农场来的，那你就必须问："那个农场喂猪的饲料有没有特别之处？"

◎ 股市与上帝一样，会帮助那些自助者，但与上帝不同的是，他不会原谅那些不知道自己在做什么的人。

◎ 香烟是一个相当理想的行业，制造成本只要1分钱，但售价却高达1块钱，消费者会上瘾，而且忠诚度非常高。

◎ 经理人在思索会计原则时，一定要谨记林肯总统最常讲的一句俚语："如果一只狗连尾巴也算在内的话，总共有几条腿？答案还是四条腿，因为不论你是不是把尾巴当做是一条腿，尾巴永远还是尾巴！"这句话提醒经理人就算会计师愿意帮你证明尾巴也算是一条腿，你也不会因此多了一条腿。

2. 关于家庭、朋友和生活

◎ 我尊重我的孩子们正在从事的一切，而且我并不觉得我的生活方式要比他们之中任何一位更为优越。如果他们愿意进入投资这一行业，很好，但我并不希望他们一定如此。我的确有一封伴随我的遗嘱的信。信中说，如果我的后代中有人对我这一行业表现出了兴趣，他们应当被给予一份分量很轻的优先权，但也仅仅是一份分量很轻的优先权而已。

◎ 我要他(儿子霍华德)以小写拼出自己的名字，以使每一个人都认识到，他是那个没钱的巴菲特。

◎ 任何情况下都不要撒谎。别理会律师。一旦你开始让律师介入你的事务，他们大致会告诉你"什么也别说"。如果你能从根本上把问题所在弄清楚并思考它，你永远也不会把事情搞得一团糟。

◎ 想过超级富翁的生活，别指望你老爸。

◎ 就算是杰西·欧文斯的小孩要参加百米赛跑，也不能享受从50米线起跑的待遇。

◎ 富人应当给自己的孩子留下足够的财富，以便让他们能干他们想干的事情，但不能让他们有了足够的财富后可以什么都不干。

◎ 所有人都认为，食物券使人更加衰弱无力，并且将导致贫困的往复循环。他们却未想到，他们自己同样是分发食物券的人，整天东奔西走，想要给他们的孩子留1吨重的钱。

◎ 如果让微软总裁比尔·盖茨去卖热狗，他一样可以成为热狗王。

◎ 比尔·盖茨是我的好朋友，他可能是世界上最聪明的人，至于那小东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西（指计算机）是做什么用的，我一点也不清楚。无论谁一旦与我同一个战壕，他就能拿枪指着我的脑袋。

◎ 选择任何一位正直的人作为工作的同事。归结起来这一点是最为重要的因素。我不与我不喜欢或不敬慕的人打交道。这是关键所在。这一点有点像婚姻。

◎ 我与充满激情的人在一起工作，我做我在生活中想做的事。我为何不能这样？如果我连做自己想做的事都办不到，那才是真的见鬼！

◎ 有人曾经说过，当寻找受雇的职员时，你要从中寻找三种品质——正直、勤奋、活力。而且，如果他们不拥有第一品质，其余两个将毁灭你。对此你要深思。这一点是千真万确的。如果你雇用了没有第二种品质的某些人，你实际上想要他们既哑又懒。

◎ 一位所有者或投资者，如果尽量把他自己和那些管理着好业务的经理人结合在一起，也能成就伟业。

◎ 任何一位卷入复杂工作的人都需要同事。

◎ 如果你是池塘里的鸭子，由于暴雨的缘故而水面上涨，你便也随之上浮，你往往会以为上涨的是你，而不是池塘之水。

3. 关于慈善

◎ 我的孩子已经得到我和妻子给的钱。在我死后，他们还会得到更多的钱。他们属于占人口1%的特权阶层，也许还是这1%人口中的前1/10。即使他们不再得到任何金钱，也已经占了很大优势。

◎ 创造大量的“王朝财富”不符合我的世界观……我认为我的孩子不应当继承我的社会地位……不能因为你出生在这个家庭就得继承相应的社会地位。

◎ 我和（已故）妻子50年前就形成了这样的想法：我们要终生积聚财富，这些财富要全部回报社会。

◎ 我和我的妻子都认为，从社会中来的巨额财富最后都应该返还社会。如果你的目的是将钱回赠给社会，但却困于找不到一个合适的基金会，那最合适的选择莫过于找一个由年轻聪明的夫妇运作的慈善机构了。他们（盖茨夫妇）已经展示了他们的能力。

◎ 慈善是我确信无疑的应当行为，但和投资活动一样，光有良好的意愿是远远不够的，我一直担心的是如何才能让捐款发挥最大作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎ 慈善事业在很多方面都像做生意，仅仅走进这个领域是远远不够的，你需要学习一些其中的特性。

◎ 我做不到他做的那些事情。因为我知道我不善于做慈善事业，所以我不能从中得到任何快乐，但同时我又想看到的是聪明地花钱。盖茨和我分享了很多他的体会。

4. 人生态度

◎ 我给慈善团体的钱并没有真正影响到我的生活。我羡慕那些钱不多，但是能够一直坚持给予别人钱财和时间的人。

◎ 我很庆幸自己很早就找到了钟爱的事业。最重要的就是做你自己爱做的事情。

◎ 我年轻时候公开说话时非常害羞。而我克服的办法就是强迫自己在公开场合讲话。和人保持良好的沟通交流是个非常重要的技能。最好能帮助其他一些也不善于在公开场合演说的人，最好是年轻的时候就去改变。帮助那些内向的人克服这个毛病很值得。

◎ 我通常 5 分钟内就作出决策，如果决策合适，很快就行动。

◎ 如果他们不能在 5 分钟内作决定，他们在 5 个月内也决定不了。因为只要是好东西，你很快就会知道。

5. 忠告年轻人

◎ 你将会发现自己真正感兴趣的东西。你学到的越多，你想学的也就越多。

◎ 总体来说，孩子们应当以他们的父母为榜样，如果他们的父母很有判断力，用他们自己的方式着眼于未来并合理安排生活，那么孩子也会有判断力。

◎ 在年轻时应该偶尔有一些合理花费，比如去迪斯尼乐园，这将给你的家庭带来美好回忆。

◎ 我并不提倡极端的节俭。

6. 中国股市

◎ 我和芒格也不知道股市将来会是什么样。这不仅仅只是我们的游戏。

◎ 我在抛出中石油时只是说如果股票变得如此之贵，你要非常谨慎投资才行，中国的股市现在确实是下跌不少，但我并不是在预测中国和美国股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市的走向，我不知道。我们的观点是市场下降，使其看起来比以前更有吸引力。

◎ 我了解中石油和中海油，我对中国的股票一直有兴趣，遇到好的价格，我会重新买入。

7. 关于公司和继任者

◎ 我们的工作是让这些人拿到伯克希尔的大股东权属证之后依然保持同样热情。更重要的是让他们热爱工作而不是热爱金钱。我们得看到他们眼中的激情，别用合同来制约他们，这也没什么效果。我们的经理人希望得到赏识，而他们也确实得到了。

◎ 我们对我们的经营方式感到骄傲。

◎ 我们不会拿名声换钱。

◎ 目前已经有了3名首席执行官人选，他们都在不断地进步，并能做出比我更好的工作。如果届时需要立即作出决定的话，董事会也非常清楚选择谁来担任这一职务。

◎ 公司已经有4名候选人，他们目前的工作都非常出色，并且他们都对目前所处位置非常开心，但是“如果我死了他们明天就会上任”。

◎ 如果有一天我不再作决定了，董事会就会决定是否要让其中一个人、两个人、三个人，甚至是所有四人来作投资决定。

◎ 我死后公司不会存在任何差距，相反还极有可能更具活力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

1. (美)施罗德．覃扬眉,译．滚雪球．中信出版社,2009

2. (美)玛丽．巴菲特,戴维．克拉克．李凤,译．巴菲特教你读财报．中信出版社,2009

3. (美)迈尔斯．张明喜,赵秀梅,译．沃伦·巴菲特的投资分析．上海财经大学出版社,2008

4. (美)玛丽·巴菲特,戴维·克拉克．李凤,译．巴菲特法则．中信出版社,2008

5. (美)珍妮特·洛尔．马强,蔡挺,译．沃伦·巴菲特如是说．海南出版社,1998

6. (美)小罗伯特·G. 海格士多姆．沃伦·巴菲特之路．清华大学出版社,2007

7. (美)安迪·基尔帕特里克．何玉柱,等,译．投资圣经——巴菲特的真实故事．民主与建设出版社,2003

8. (美)罗斯．赵锡军,译．大赢家:华尔街9位最成功投资者的投资策略．中国青年出版社,2003

9. (美)罗伯特·哈格斯特朗．江春,译．沃伦·巴菲特的投资组合:掌握集中投资战略的秘诀．机械工业出版社,2000

10. (美)奥洛克林．王珏,等,译．像巴菲特那样管理资金．中国青年出版社,2006

11. (澳)泰尔．乔江涛,译．巴菲特与索罗斯的投资习惯．中信出版社,2005

12. (日)三原淳雄．萧仁志,译．图解巴菲特投资策略．中国人民大学出版社,2008

13. (英)波顿,(英)乔纳森·戴维斯．黄芳,译．安东尼·波顿教你选股．中信出版社,2008－05

14. (美)威廉·欧奈尔．宋三江,译．笑傲股市．机械工业出版社,2010－01

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15. (美)彼得·林奇．刘建位,译．彼得·林奇的成功投资．机械工业出版社,2010－04

16. (美)本杰明·格雷厄姆．王中华,译．聪明的投资者．人民邮电出版社,2010－08

17. (美)彼得·林奇．刘建位,译．战胜华尔街．机械工业出版社,2010－04

18. 郎莹译,汪良忠,曹新点评．欧奈尔:证券投资二十四堂课．中国时政经济出版社,2000－12

19. 刘建位．巴菲特为什么增持富国银行．第一财经日报,2009－06

20. 听巴菲特用游戏趣释激发潜能．扬子晚报,2011

21. 刘建位．巴菲特最爱:这些书籍让我拥有了股神的能力．中国证券报,2007－01

22. 严行方．华尔街教父格雷厄姆投资智慧全集．金城出版社,2008－09

23. 江南．沃伦·巴菲特管理日记．中信出版社,2009

24. 严行方．巴菲特这样抄底股市．中国城市出版社,2009

25. 郑月玲．巴菲特投资语录．人民邮电出版社,2008

26. 严行方．巴菲特投资 10 堂课．中国城市出版社,2008

27. 张兵．巴菲特教你学投资．京华出版社,2008

28. 陈泰先．巴菲特最有价值的 8 条投资商律．中国纺织出版社,2007

29. 毛定娟．图解巴菲特股票投资精粹．中国言实出版社,2008

30. 村人．巴菲特投资经典 6 要素．北京邮电大学出版社,2008

31. 赵文明．彼得·林奇投资选股智慧全集．地震出版社,2007

32. 刘建位．学习巴菲特．中信出版社,2008

33. 吕云峰．完全图解巴菲特投资攻略．南海出版公司,2008

34. 孙虹钢．索罗斯投资理财的 22 大绝招．新华出版社,2009－06

35. 彭鑫．巴菲特给股民的 12 个最有价值忠告．北京邮电大学出版社,2008

36. 麦青远．你可以依靠巴菲特投资致富．中国财政经济出版社,2000

37. 季凯帆,康峰．解读基金:我的投资观与实践．中国经济出版社,2007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38. 赵文明．世界投资大师经典选股策略．地震出版社,2007

39. 张海滨．从新手到高手．北京大学出版社,2007－07

40. 王万军．巴菲特教你做直销．广东经济出版社,2008

41. 高先民,舒云．股神有道．当代中国出版社,2008

42. 刘建位．巴菲特股票投资策略．机械工业出版社,2005

43. 郎咸平．郎咸平说谁都逃不掉的金融危机．东方出版社,2008

44. 张志峰．帝纳波利:走出市场并走在市场前面．钱经,2008－10

45. 刘建位．巴菲特淡定面对一生中四次暴跌．金融实务,2011－02

46. 诸葛立早．上市公司要看重自己的“经济商誉”．上海证券报,2008－02

47. 巴菲特挑战有效市场理论．上海证券报,2007－02

48. 黄硕．招商银行:可否将你比作巴菲特手中的美国运通．昆仑证券,2004－09

49. 巴菲特传授投资绝招．广州日报,2011－03

50. 张宇,李航．巴菲特:股票投资只是我的第四大业务．证券市场红周刊,2009－05

51. 钟兆民,杨云,周明波,王沛．拜会巴菲特．价值杂志,2006－10

52. 刘建位．隔岸观火:巴菲特的独到耐心．上海证券报,2010－11

53. 巴菲特认为中国蕴涵许多投资机会．中证网,2009－05

54. 辛嬰．“长期我们都死了”谈谈长期投资的四个误区．中国证券报,2008－08

55. 潘晟．价值投资不等于长期投资．上海金融报,2008－10

56. 周年洋．价值投资也会失灵．股市马经,2009－03

57. 郑磊．巴菲特:价值投资的法则拣价廉物美的便宜货．中国证券报,2008－04

58. 杨博．五只股票同受巴菲特、索罗斯青睐．中国证券报,2009－08

59. “巴菲特投资 36 计”之六:以逸待劳．上海证券报,2010－12

60. 李晓鹏．投资大师的炒股智慧:世界上最会炒股的人．北京邮电大学出版社,2007－01

61. 逆向投资大师安东尼·波顿的 11 条选股秘诀．北京晚报,2010－01

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

62. 于仰跃．“等待、买入、长期投资、卖出时机”的选择．价值中国网，2009－07

63. 张宇，李航．巴菲特：股票投资只是我的第四大业务．证券市场红周刊，2009－05

64. 端宏斌．巴菲特读财报秘诀．投资者报，2009－05

65. 股神巴菲特：不懂的我就不投资．广州日报，2007－12

66. 卢铮．巴菲特认为中国有许多投资机会，对新能源感兴趣．中国证券报，2009－05

67. 莫书莹．巴菲特：“他喜欢被人爱、被人崇拜”．外滩画报，2009－03

68. 刘建位．巴菲特为什么增持富国银行．第一财经日报，2009－06

69. 巴菲特熊市投资原则：适当分散投资防范选股大错．中国证券报，2009－03

70.（美）迈克·吴．巴菲特滚雪球的实质与裸泳的风险．证券市场红周刊，2009－03

71. 连建明．投资难免犯错误，巴菲特也不例外．新民晚报，2009－03

72. 王蔚祺，赵刚．巴菲特：曾错失收购贝尔斯登的机会．第一财经日报，2008－05

73. 小安．巴菲特拟再抄底，称美收购机会浮现．上海证券报，2009－03

74. 李云峥．巴菲特与股市相互被抄底的启示．证券时报，2009－05

75. 高斌．巴菲特熊市闯中国．环球财经，2008－09

76. 陈理．新巴菲特法则：是雄鹰就永远无畏逆风飞扬．上海证券报，2007－11

77. 高先民，舒云．熊市的悲观氛围中做生意．北京晚报，2008－03

78. 刘建位．巴菲特投资超成长股耐克的启示．第一财经日报，2009－07

79. 叶志明．巴菲特如何选择超级明星股．新快报，2008－02

80. 马克·塞勒尔．你为什么不能成为巴菲特．环球企业家，2008－02

81. 陈飞．“护城河”概念长期投资者的法宝．证券时报，2009－04

82. 敬文．股市投资也要学会欣赏缺陷美．中国青年报，2008－04

83. 刘丁．2008巴菲特救市计划，百年前摩根救市传奇再现．华夏时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报,2008－02

84. 吴楠．各路“股神”语录抓住不会再出现的良机．北京晚报,2008－09

85. 林隽．逆势投资哲学．证券时报,2009－01

86. 饶元元．巴菲特在通胀时期的投资策略．上海证券报,2007－10

87. 周迪伦,袁炜．看巴菲特如何应对股市暴跌．第一财经日报,2008－06

88. 姜韧．巴菲特投资心得:从通胀环境中投资获利．上海证券报,2007－09

89. 鲍丰庆．看股神巴菲特如何理财．经济观察网,2008－09

90. 蓝剑．巴菲特的投资策略．证券日报,2001－10

91. 孟群舒．牛年震荡市看巴菲特赚钱路径,避开“三大误区”．解放日报,2009－02

92. 巴菲特:投资精髓要看企业,找价值被低估公司．广州日报,2007－12

93. 巴菲特:股价飙升时我从不买股．经济半小时,2007－10

94. 杨青．市场看好能源业投资,巴菲特为何七次抛售中石油．北京青年报,2007－10

95. 马曼然．如何发现投资中的湿雪和长坡．证券市场红周刊,2009－03

96. 巴菲特亦非完人．环球企业家,2008－06

97. 孙香荣．价值投资的基石:安全边际．价值中国网,2008

98. 宗禾．普通投资者还是分散投资更安全．江南时报,2008－09

99. 亿万富翁这样炼成,巴菲特理财习惯揭秘．北京晨报,2007－01

100. 丽英．股神与企业家的内在逻辑．环球财经,2004－03

101. 潘启雯．巴菲特传奇而又立体的人生轨迹．中国证券报,2008－08

102. 5美分的持续投资智慧．投资者报,2009－02

103. 汤巾．历史机遇就在脚下,捂住好股票．投资者报,2009－02

104. 叶志明．投资股票就是投资人．新快报,2008－05

105. 肖艳．巴菲特缘何看中这几家．每日经济新闻,2008－10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

106. 崔鹏．盲从还是怀疑　迷信巴菲特将带给我们哪些风险．第一财经周刊,2008－10

107. 巴菲特的投资初恋:GEICO 保险公司．新民周刊,2009－01

108. 冀勇庆．巴菲特是如何炼成的．IT 经理世界,2009－01

109. 约翰·凯．巴菲特的投资算术．金融时报,2008－03

110. 李豫川．巴菲特成功的启示,价值投资追求“时间复利”．中国证券报,2007－03

111. 巴菲特:看企业年报预测投资效果．首席执行官,2008－07

112. 张宇．“拿来主义”地学习巴菲特．证券市场红周刊,2009－03

113. 徐慎之．雪茄烟蒂式投资．中国经济时报,2008－08

114. 巴菲特 8 项选股标准揭秘:必须是消费垄断企业．信息时报,2008－08

115. 刘劲文．投资者要学会控制情绪的冲动．证券时报,2009－02

116. 胡东辉．巴菲特投资失误的前车之鉴:避免情绪化左右投资决策．证券市场红周刊,2009－03

117. 刘建位．华盛顿邮报:巴菲特的金蛋．新民周刊,2009－01

118. 弘力．巴菲特:寻找自己能力“局限”的王者．新闻晨报,2006－11

119. 李平．挑战吉列模式．21 世纪商业评论,2009－01

120. 吕彦．在宝洁对吉列的收购中巴菲特得到了什么．环球企业家,2005－03

121. 刘建位．巴菲特为什么买吉列．新民周刊,2007－11

122. 姜韧．巴菲特的主动型策略,锁定“婴儿潮”消费人群．上海证券报,2008－07

123. 黄硕．招商银行:可否将你比作巴菲特手中的美国运通．昆仑证券,2004－09

124. 巴菲特:价值投资的精髓到底是什么．CCTV 的专稿,2007－12

125. 连建明．巴菲特富冠全球的秘密:抛售中石油有技巧．新民晚报,2008－03

126. 杨青．巴菲特清仓避险“廉颇”虽老还是股神．北京青年报,2008－02

127. 陈理．新巴菲特法则:是雄鹰就永远无畏逆风飞扬．上海证券报,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007－11

128. 陈柏成．格雷厄姆：与疯狂为敌的华尔街教父．财富生活，2008－10

129. 艾里香．巴菲特到底错在哪里．上海证券报，2009－03

130. 黄运涛．怎样的错误让股神巴菲特失手．第一财经周刊，2009－03

131. 祝慧．巴菲特遭“黑天鹅”？对错误熟视无睹是大忌．广州日报，2009－03

132.（美）菲利普·A. 费舍．怎样选择成长股．地震出版社，2007－06

133. 江恩二十四条常胜选股法．搜狐证券，2010－01

134.（美）杰西·利弗莫尔．刘晓天，译．世界上最伟大的交易商（股市作手杰西·利弗莫尔操盘秘诀）．地震出版社，2007－04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后 记

《股神巴菲特给股民的忠告》在写作过程时查阅、参考了与巴菲特有关的报纸杂志文章、资料及图书作品,从中借鉴了许多对本书写作非常有价值的观点及案例。由于《股神巴菲特给股民的忠告》查阅的资料来源过于广泛,以及时间仓促等原因,部分文献资料未能(正确)注明来源及联系该文献资料的版权拥有者并向其支付稿酬,我们衷心地希望相关版权拥有者见到本声明后及时与我们取得联系(Bft_Warren@126.com),我们都将按国家有关规定向版权拥有者支付稿酬。在此,深深表示歉意与感谢。同时,由于作者水平有限,《股神巴菲特给股民的忠告》一书内容难免有不足之处,诚请广大读者及研究专家与学者指正。另外,感谢方长雄、符梅珍、文呈有、符修丽、许海梅、符美英、符明慧、符维贤、唐永评、周进华、符艳丽、周志伟、王肖斌、文邦辉、文溱志、文芳、陈丽梅、邢孔肖、熊定芳、符拜领、林春强、徐二兰、庄史彬、徐忠英、许昌琼、王同、陈朝铭、陈方敏、王云飞、李关顺、符志刚、符英勇、张荣、谢美顺、唐心雄等人参与编写此书并付出的辛勤劳动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

WARREN BUFFETT

股神巴菲特给股民的忠告



一本彻底改变中国股民**炒股、投资、理财观**的

财富增值之书！

沃伦·巴菲特是所有人中最为出色的投资者，同时也是大多数投资者的榜样。

——彼得·林奇

他乐于教导他人，当他在给我打电话的时候也是这样做的，我对此深怀敬意。

——比尔·盖茨

巴菲特是伟大的投资家，是我的启蒙老师，也是我的英雄。

——阿诺德·施瓦辛格

上架建议 投资/理财

ISBN 978-7-5136-0811-4



定价：32.00元